

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI VERONA
LAUREA MAGISTRALE A CICLO UNICO IN
GIURISPRUDENZA

TESI DI LAUREA
CRYPTO-ASSET E REGOLAMENTO MICA

Relatore:

Chiar.mo Prof. Giovanni Meruzzi

Laureando:

Stefano Ricci VR430039

ANNO ACCADEMICO 2022/2023

I ringraziamenti più sinceri vanno a due persone in particolare: a chi ha acceso il mio interesse verso il mondo legale, il Dott. Saverio Benedetti, e a chi ha permesso che il percorso di studi si concludesse, il Chiarissimo Professor Giovanni Meruzzi.

INDICE

INTRODUZIONE	p. 1
---------------------	------

QUESTIONI TECNICHE E PRELIMINARI

1.1	Definizioni e tassonomia	p. 5
1.2	DLT e <i>blockchain</i>	p. 8
1.3	Custodia dei <i>crypto-asset</i>	p. 14

LE CRIPTOVALUTE

2.1	Tentativo di qualificazione dal punto di vista tecnologico	p. 17
2.2	Tentativo di qualificazione dal punto di vista civilistico e conseguenze	p. 20
2.3	Conferimento delle criptovalute a capitale sociale	p. 27
2.4	Rapporti fra <i>exchange</i> ed utenti	p. 31
2.5	Applicabilità delle norme del TUF ai <i>crypto-asset</i>	p. 36

CRYPTO-ASSET QUALIFICABILI COME STRUMENTI FINANZIARI

3.1	Il Regolamento DLT PILOT: quadro generale	p. 41
3.2	Sistema multilaterale di negoziazione DLT	p. 47
3.3	SS DLT tra tradizione e innovazione	p. 49
3.4	TSS DLT	p. 56
3.5	Implementazione del Regolamento DLT PILOT in Italia: il D.L. 25/2023	p. 57

IL REGOLAMENTO MICA: L'EMISSIONE DI CRIPTO- ATTIVITÀ

4.1	Quadro generale del Regolamento	p. 63
4.2	Ambito di applicazione	p. 66
4.3	Cripto-attività diverse dai <i>token</i> collegati ad attività e <i>token</i> di moneta elettronica	p. 69
4.4	<i>Token</i> collegati ad attività: disciplina dell'emissione	p. 75
4.5	Riserva di attività per gli ART e regole di comportamento	p. 82
4.6	<i>Token</i> di moneta elettronica: emissione e disciplina	p. 85
4.7	<i>Token</i> significativi	p. 90
4.8	<i>White paper</i> : ulteriori considerazioni e responsabilità	p. 94
4.9	La nozione di cripto-attività nel MiCAR: rapporto con gli strumenti finanziari	p. 99

IL REGOLAMENTO MICA: LA PRESTAZIONE DI SERVIZI PER LE CRIPTO-ATTIVITÀ

5.1	I soggetti esentati dall'autorizzazione	p. 103
5.2	I prestatori autorizzati	p. 107
5.3	Obblighi per tutti i prestatori di servizi per le cripto-attività	p. 111
5.4	I servizi per le cripto-attività	p. 114

CONCLUSIONI	p. 127
--------------------	--------

BIBLIOGRAFIA	p. 129
---------------------	--------

INTRODUZIONE

Dall'inizio del 2009, anno in cui fu creato il primo *bitcoin* della storia, ad oggi, sono passati meno di 15 anni, ma il fenomeno delle criptovalute e dei *crypto-asset* più in generale ha avuto uno sviluppo incredibilmente rapido. L'ecosistema cripto deve il suo successo alla sua semplicità. Nel mondo *bitcoin* l'assenza degli intermediari fa sì che gli scambi di essi avvengano secondo una logica paritaria, *peer-to-peer*, senza un intermediario che faccia da tramite, come avviene nel caso del pagamento in contanti. Se Tizio vuole pagare Caio in contanti, è sufficiente che gli consegni una, o più banconote, del valore corrispondente senza bisogno dell'intervento di nessun altro soggetto; qualora, tuttavia, Tizio volesse pagare Caio tramite moneta elettronica si rende necessaria la presenza di altri soggetti che forniscano gli strumenti per il pagamento e garantiscano il buon esito dell'operazione.

Il *bitcoin* e quindi di conseguenza l'intero mondo cripto vogliono riproporre a livello digitale il trasferimento *peer-to-peer* senza intermediari, come accade nel pagamento in contanti. Per fare ciò si sfrutta l'utilizzo della tecnologia a registro distribuito, la *blockchain*, che consente il trasferimento *peer-to-peer* di valori digitali in modo sicuro e veloce tramite l'utilizzo della crittografia asimmetrica. Tuttavia, dal punto di vista pratico la questione non è semplice: per muoversi all'interno di questo sistema in modo autonomo occorrono competenze informatiche non comuni e che il *quivis de populo* non possiede. Ecco che nascono gli *exchange*, ossia operatori esterni che in relazione alle cripto attività offrono servizi di intermediazione, proprio quei soggetti che *bitcoin* voleva eliminare. La presenza degli *exchange* denota e fa emergere la finanziarietà delle cripto e il loro possibile utilizzo a fini speculativi.

Il nuovo sistema che viene a configurarsi solleva problematiche giuridiche non ignorabili: la natura giuridica delle criptovalute, l'eventuale illiceità dell'utilizzo delle stesse, il trattamento giuridico dei contratti che le coinvolgono, il tema del conferimento a capitale sociale delle cripto-attività, il tema della qualificazione del rapporto tra utente ed *exchange*.

L'assenza di regolamentazione e lo pseudo-anonimato della *blockchain* hanno reso il mondo delle criptovalute appetibile per la criminalità, diventando così uno strumento per riciclare denaro e finanziare il terrorismo. Ne è testimonianza il fatto che la prima normativa che si è occupata del fenomeno cripto è proprio quella antiriciclaggio.

Un'altra problematica direttamente discendente dal *Far West* delle criptovalute è relativa alla tutela degli investitori: *in primis*, le ICO (*Initial coin offering*), consistenti

essenzialmente nella raccolta di capitale a fronte dell'emissione di cripto-attività, si sono dimostrate in molti casi un semplice strumento di truffa, inoltre l'assenza di regole operative e di *governance* per gli *exchange* hanno portato ad una mala gestione degli stessi, con conseguente fallimento di varie piattaforme e perdite patrimoniali ingenti per gli utenti (si pensi al recente fallimento di FTX o di The Rock Trading).

La questione relativa alle cripto è arrivata a coinvolgere anche temi più ampi e importanti, come la stabilità del sistema finanziario e la politica monetaria. Quando Facebook, in collaborazioni con altre multinazionali, ha annunciato il progetto Libra, una criptovaluta che potenzialmente poteva sostituirsi al denaro avente corso legale, le autorità di regolamentazione sono intervenute in modo chiaro e preciso, molte imprese hanno fatto marcia indietro e il progetto è naufragato. Forse è stato proprio il progetto Libra ad indurre il legislatore europeo ad affrontare il tema. Questi onde cercare di dare chiarezza all'interno di un quadro così composito, è intervenuto con il regolamento MiCA, che detta regole certe relativamente all'emissione di *crypto-asset* e alla prestazione dei servizi corrispondenti, e introduce un apparato di vigilanza e sanzionatorio fortemente ispirato a quello tradizionale del mondo dei mercati finanziari.

La tecnologia sottostante al fenomeno cripto, la *blockchain*, ha attirato gli operatori della finanza, i quali si sono interrogati sui possibili vantaggi economici derivanti dall'impiego della tecnologia a registro distribuito nel mondo finanziario tradizionale. L'utilizzo di una tecnologia che consente agli stessi partecipanti al sistema di convalidare le transazioni determinerebbe un risparmio di spesa non indifferente per gli operatori di mercato. In una prospettiva di questo tipo si inserisce la tematica della *tokenizzazione* degli *asset* finanziari tradizionali, ossia la circostanza per cui azioni, obbligazioni e via discorrendo, sono negoziati e trasferiti tramite l'utilizzo di una tecnologia a registro distribuito. Il legislatore è consapevole della non irrilevanza della tematica ed è intervenuto sul punto, creando con il regolamento DLT PILOT un sistema di negoziazione e regolamento di titoli memorizzati e scambiati tramite la tecnologia a registro distribuito, implementato poi in Italia dal c.d. decreto *fintech*.

MiCA e DLT PILOT, assieme al regolamento DORA in materia di resilienza operativa digitale, fanno parte del più ampio quadro della *Digital Finance Strategy*, che a sua volta si inserisce nel più ampio contesto di revisione della finanza digitale in Europa. L'attuale momento storico è molto movimentato dal punto di vista normativo, e le tematiche legate al *fintech* (digitalizzazione della finanza) la fanno da padrone.

Il legislatore è ben consapevole del fatto che la normativa finora introdotta non sia sufficiente a fornire un quadro preciso e chiaro dell'intero sistema; infatti, il MiCA non copre con la sua regolamentazione l'intero ecosistema crypto, lasciando al di fuori una parte non trascurabile (in pratica tutti i fenomeni di completa decentralizzazione non vengono trattati e normati dal regolamento). La sensazione è che il legislatore abbia adottato un approccio di regolamentazione *step-by-step*, osservando i fenomeni, studiandoli e normando di conseguenza.

La questione, nonostante abbia già sollevato tematiche non indifferenti, è appena agli inizi.

QUESTIONI TECNICHE E PRELIMINARI

Definizioni e tassonomia

Il fenomeno dei *crypto-asset* si è affacciato recentemente sul panorama giuridico ed economico mondiale, ponendo nuove sfide per gli operatori del diritto, impegnati, tra le altre cose, nell'individuazione della disciplina applicabile. La questione non è di secondaria rilevanza, considerando che la capitalizzazione di mercato attuale dei *crypto-asset* è pari a poco più di mille miliardi di dollari ⁽¹⁾. In assenza di un quadro regolatorio l'operatività in questo campo presenta dei rischi non di secondaria rilevanza. La scarsa disponibilità di informazioni in merito alla determinazione dei prezzi, la volatilità delle quotazioni, l'assenza di obblighi informativi e di trasparenza specifici per i fornitori di servizi, il rischio di utilizzo dei *crypto-asset* per fini illeciti e il rischio di perdita dei *crypto-asset* per attacchi informatici impongono agli utenti e alle autorità di vigilanza di procedere con cautela. Per questo motivo sin dalla nascita del fenomeno le autorità di vilanza hanno avvisato i consumatori di tali rischi sottolineandone sempre la natura speculativa ⁽²⁾. A questi problemi ha cercato di porre rimedio il legislatore europeo con il Regolamento 2023/1114, il MiCAR (acronimo che sta per *Market in Crypto-Asset Regulation*), approvato il 31 maggio 2023.

Si può definire “*asset*” un'entità materiale o immateriale, suscettibile di valutazione economica ⁽³⁾; il *crypto-asset* si pone rispetto al primo in una relazione *genus-species* trattandosi di un *asset* digitale, di «una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analogica» ⁽⁴⁾, ossia un codice alfanumerico che può avere valore in sé oppure incorporare un diritto ⁽⁵⁾.

⁽¹⁾ <https://coinmarketcap.com/it/> consultato in data 03/07/2023.

⁽²⁾ BANCA D'ITALIA e CONSOB, *Comunicato stampa. Consob e Banca d'Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle crypto-attività*, Roma, 28 aprile 2021 rinvenibile al sito:

[https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2021-](https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2021-01/CS_Congiunto_BI_CONSOB_cryptoasset.pdf)

[01/CS_Congiunto_BI_CONSOB_cryptoasset.pdf](https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2021-01/CS_Congiunto_BI_CONSOB_cryptoasset.pdf); BANCA D'ITALIA, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette “valute virtuali”*, Roma, 30 gennaio 2015 rinvenibile al sito:

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

[virtuali/AVVERTENZA_VALUTE_VIRTUALI.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali/AVVERTENZA_VALUTE_VIRTUALI.pdf); BANCA D'ITALIA, *Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee*, Roma, 19 marzo 2018 rinvenibile al sito:

[https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali-2018/avvertenze-valute-](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali-2018/avvertenze-valute-virtuali-2018.pdf)

[virtuali-2018.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali-2018/avvertenze-valute-virtuali-2018.pdf).
⁽³⁾ GARAVAGLIA, *Finalità, funzionamento e tipologia di utilizzi delle Blockchain*, in BANCA D'ITALIA, *Quaderni di ricerca giuridica. Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD, criptovalute e rivoluzione digitale*, Banca d'Italia, n. 87, settembre 2019, a cura di Maimeri e Mancini, p. 167.

⁽⁴⁾ Art. 3, Reg. UE 2023/1114.

⁽⁵⁾ RULLI, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, p. 127.

L'utilizzo della crittografia consente di rendere univoca tale rappresentazione digitale di valore ⁽⁶⁾, univocità che non va confusa con l'infungibilità: nella stragrande maggioranza dei casi i *crypto-asset* sono caratterizzati dalla fungibilità, ossia vengono individuati esclusivamente in base dell'appartenenza al loro genere ⁽⁷⁾ e sono surrogabili con *crypto-asset* della stessa quantità, specie e qualità ⁽⁸⁾; esistono tuttavia, anche *crypto-asset* infungibili come, ad esempio, le opere d'arte digitali, che prendono il nome di NFT (*non-fungible-token*).

La portata semantica del termine *token* è invece più ampia: i *token* possono rappresentare materialmente o digitalmente, in maniera analoga ai titoli di credito, un bene ovvero un diritto, ma anche informazioni complesse di vario tipo: si pensi ad esempio ai *token* generati dalle app di *home banking* per autorizzare il pagamento *online* tramite carta di debito ⁽⁹⁾. Si tratta, quello del *token*, di un concetto parzialmente sovrapponibile a quello di *crypto-asset*, in quanto entrambi possono essere visualizzati come un codice alfanumerico che incorpora un bene o un diritto, il *crypto-asset* rappresenta digitalmente questi ultimi, il *token* rappresentando digitalmente un *crypto-asset* verrebbe a configurarsi come la rappresentazione di una rappresentazione: risulta evidente come i due concetti una volta messi in relazione fra di loro sfumino l'uno nell'altro ⁽¹⁰⁾. Non esiste una definizione univoca di *token* e la stessa FINMA non si preoccupa di fornirla, ma si limita a catalogare i *token* in base alla loro funzione economica ⁽¹¹⁾. Nel proseguo della trattazione il termine *token* verrà utilizzato per fare riferimento esclusivo ai *crypto-asset* così come definiti precedentemente.

Volendo procedere all'elaborazione di una tassonomia dei *crypto-asset* si possono individuare i seguenti:

- *payment token*: *token* di pagamento, si fa riferimento alle criptovalute, *asset* nati per fungere da mezzo di pagamento per beni o servizi e che non conferiscono diritti ⁽¹²⁾. Tra essi si annoverano le criptovalute c.d. "tradizionali", come *bitcoin*, e gli *stablecoin*. All'interno di quest'ultima sottocategoria, è possibile rinvenire i *crypto-*

⁽⁶⁾ GARAVAGLIA, *op. cit.*, p. 168.

⁽⁷⁾ TORRENTE e SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, 23^a ed., Milano, 2017 p. 190.

⁽⁸⁾ BIANCA, *La proprietà*, 2^a ed., Milano, 2017, p. 43.

⁽⁹⁾ RULLI, *op. cit.*, p. 127

⁽¹⁰⁾ AVELLA, *I termini essenziali per navigare tra le crypto-attività*, in *Bitcoin e crypto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, a cura di Avella, Il Sole 24 ore, febbraio 2023, p. 11 ss.

⁽¹¹⁾ FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, 16 febbraio 2018, rinvenibile al sito:

https://www.finma.ch/it/~/_media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitu-ng-ico.pdf?sc_lang=it&hash=8C6FAD033EDB1A4963AC6E2BE2E013BE.

⁽¹²⁾ AVELLA, *op. cit.*, p. 12.

asset che mirano a mantenere un valore stabile perché ancorati, o ad un paniere di *asset* di riferimento, denominati *asset-referenced-token* (ART), o ad una valuta ufficiale, denominati *e-money-token* (EMT); nella versione italiana del regolamento MiCA sono rispettivamente i *token* collegati ad attività ⁽¹³⁾ e *token* di moneta elettronica ⁽¹⁴⁾. Se gli *stablecoin* per come sono strutturati necessitano di un'emittente, così non è per le criptovalute c.d. "tradizionali" come ad esempio *bitcoin*, il quale non ha alcun emittente e viene emesso e negoziato in maniera completamente decentralizzata;

- *utility token*: si tratta di quei *crypto-asset* destinati «unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente» ⁽¹⁵⁾. Essi non nascono quindi come mezzo di pagamento. I c.d. *fan token* emessi dalle società sportive ne costituiscono l'esempio paradigmatico;
- *security token*: sono quei *crypto-asset* qualificabili come strumenti finanziari ai sensi della direttiva MiFID II (2014/65/EU), rappresentano valori patrimoniali, un'azione, un'obbligazione o in generale un qualunque strumento finanziario ⁽¹⁶⁾ e come conseguenza si ha l'applicazione delle relative norme previste dal TUF.

La tassonomia elaborata in questa sede è funzionale alla individuazione della disciplina applicabile ma in realtà queste tre categorie sfumano tra di loro, potendo benissimo accadere che un *token* di pagamento sia offerto all'investitore con finalità di investimento e in tal caso sarà applicabile la disciplina in materia di servizi finanziari ⁽¹⁷⁾. Come meglio si vedrà nel proseguo, ai fini della individuazione della disciplina applicabile ai *crypto-asset* occorre andare ad indagare la finalità con cui il *token* viene offerto al pubblico.

DLT e blockchain

Un *crypto-asset* viene scambiato utilizzando una tecnologia a registro distribuito (*distributed ledger technology* o DLT) o tecnologia analoga.

Un registro distribuito costituisce un archivio di informazioni condiviso tra una serie di nodi tra di loro sincronizzati ⁽¹⁸⁾. Il comma 1 art. 8-ter del d.l. n. 135 del 2018 definisce

⁽¹³⁾ Art. 3.1, Reg. UE 2023/1114.

⁽¹⁴⁾ Art. 3.1, Reg. UE 2023/1114.

⁽¹⁵⁾ Art. 3.1, Reg. UE 2023/1114.

⁽¹⁶⁾ AVELLA, *op. cit.*, p. 12; DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza*, in *Banche, Intermediari e fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, a cura di Cassano, Di Ciommo e De Ritis, Milano, 2021, p. 418.

⁽¹⁷⁾ CIAN, *Noterelle su finanziarietà e non finanziarietà nei crypto-assets: la Suprema Corte sulla natura del servizio di exchange*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, II, p. 3 ss

⁽¹⁸⁾ Art. 3.1, Reg. UE 2023/1114.

le DLT come «le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili» (19).

La base dati è quindi condivisa tra tutti i partecipanti al sistema, ciascuno di essi detiene l'intera copia del registro distribuito e i nodi, ossia gli utenti che possiedono un dispositivo collegato alla rete, comunicano tra di loro in una logica paritaria, *peer-to-peer*, e non in una logica gerarchica che si fonda sulla distinzione *client-server*. (20).

Tra i protocolli DLT il più noto è la *blockchain*, quello che supporta la criptovaluta *bitcoin*. Dal punto di vista tecnico essa è un protocollo DLT, però non tutti i DLT sono delle *blockchain* (21). Tuttavia, nel dibattito accademico e legislativo i due termini sono spesso usati come sinonimi (22), scelta che sarà effettuata nel proseguo della trattazione.

Lanciato nel 2008, *bitcoin* rappresenta la prima criptovaluta della storia e nasce con l'intento di creare un sistema di pagamento digitale decentralizzato, in cui tutti i partecipanti possono prestare fiducia sulla legittimità delle transazioni senza la necessità di ricorrere ad un soggetto centralizzato che le validi (23).

Ogni nodo di rete detiene l'intera copia della *blockchain* che è suddivisa in blocchi, ogni blocco contiene lo storico di varie transazioni aventi ad oggetto *bitcoin*, i blocchi sono concatenati tra di loro tramite un riferimento al blocco precedente. Questo riferimento è l'*hash* del blocco precedente. La funzione di *hashing* restituisce a partire da un qualsiasi *input* alfanumerico un *output*, sempre alfanumerico, di una lunghezza prefissata e inoltre tale funzione presenta le seguenti caratteristiche: il medesimo *input* darà sempre il medesimo

(19) Così come modificato dalla l. 11 febbraio 2019, n. 12, per un primo commento alla normativa, D'AGOSTINO e PISELLI, *La definizione di tecnologia a registro distribuito e di smart contract nella legge di conversione del "decreto semplificazioni"*. *Un primo commento critico*, in *Blockchain e autonomia privata. Fondamenti giuridici*, a cura di Nuzzo, Roma, 2020, p. 15.

(20) MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia. Come intelligenza artificiale e DLT stanno trasformando lo strumento monetario*, Torino, 2022, p. 22.

(21) GALLO, *DLT, blockchain e smart contract*, in *Diritto del Fintech*, a cura di Cian e Sandei, Milano, 2020, p. 141.

(22) DAVOLA, *Distributed ledger technology, blockchain e mercati finanziari*, in *Banche, Intermediari e fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, cit., p. 68.

(23) MATTASSOGLIO, *op. cit.*, p. 25; BELLEZZA, *Blockchain e Smart Contract in ambito finanziario e assicurativo*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di Paracampo, Torino, 2017, p. 311.

output, due *input* differenti daranno sempre due *output* differenti e non è reversibile *ergo* a partire dall'*output* non c'è modo di risalire all'*input* ⁽²⁴⁾.

La transazione avente ad oggetto *bitcoin* è effettuata tramite la crittografia asimmetrica, che si fonda sull'utilizzo di una doppia chiave, una pubblica, conosciuta da tutti, e una privata, in possesso solo del "proprietario": un messaggio cifrato con la chiave pubblica può essere decifrato solo con la chiave privata e viceversa ⁽²⁵⁾.

Ogni soggetto che detiene *bitcoin* in un *wallet* è in possesso sia di una chiave pubblica, che si può immaginare come "l'indirizzo" del *wallet*, (l'equivalente dell'indirizzo IBAN tradizionale), per ricevere i *bitcoin*, sia di una chiave privata che consente di firmare le transazioni: se un mittente vuole inviare dei *bitcoin* ad un destinatario dovrà conoscere l'indirizzo del destinatario (che è ricavato dalla chiave pubblica e pertanto pubblico) e firmare la transazione con la sua chiave privata. L'utilizzo della chiave pubblica del destinatario fa sì che solo quest'ultimo possa successivamente disporre dei suoi *bitcoin* tramite la chiave privata che invece garantisce l'autenticità della transazione, ossia che il soggetto che ha inviato *bitcoin* potesse effettivamente farlo; occorre sottolineare inoltre che nell'ecosistema *bitcoin* possedere questi ultimi equivale a poterli trasferire tramite la chiave privata, la quale assume estrema importanza perché se un terzo ne venisse a conoscenza potrebbe disporre della criptovaluta ⁽²⁶⁾. In un sistema di questo tipo la transazione e l'oggetto della transazione vanno a sovrapporsi tra di loro, dato che "possedere" dei *bitcoin* equivale a conoscere la chiave privata con cui trasferirli.

Siccome la *blockchain* è un registro suddiviso in blocchi, che contiene lo storico delle transazioni, e una copia della *blockchain* è detenuta da ciascun nodo della rete e non vi è un soggetto centralizzato che validi le transazioni, occorre che esista un sistema di validazione che consenta che i trasferimenti di *bitcoin* siano accettati da tutti e che tutti abbiano la stessa versione della *blockchain*: questo meccanismo di consenso prende il nome di *proof-of-work*

⁽²⁴⁾ BUONORA, *Spiegazione dei fondamentali*, paragrafo contenuto nel capitolo *Storia e Tecnica*, in *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, a cura di Capaccioli, Milano, 2021, p. 56,

⁽²⁵⁾ BUONORA, *op. cit.*, p. 57.

⁽²⁶⁾ DE STASIO, *Prestazione di servizi di portafoglio digitale relativi alla valuta virtuale "Nanocoin" e qualificazione del rapporto tra prestatore e utente*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, II, p. 404; NATALE, *Dal "cripto-conferimento" al "cripto-capitale"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, p. 745; COAN e PALUDET, *Sull'ammissibilità del conferimento di criptovalute nel capitale sociale di s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, II, 794 ss.; FUSCO, *Il deposito di moneta virtuale e l'insolvenza dell'intermediario*, in *Banche, Intermediari e fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, cit., p. 497 ss.

(²⁷), e consiste nella risoluzione di un problema matematico che richiede grande dispendio di energia.

Per meglio comprendere il funzionamento di questo sistema occorre preliminarmente analizzare il contenuto di ciascun blocco ossia:

- l'*hash* del blocco precedente in modo tale da creare quella concatenazione tra i blocchi di cui si è parlato in precedenza funzionale ad evitare la manomissione dell'intera *blockchain*;
- un numero identificativo progressivo dove il blocco 0 è il primo blocco del 3 gennaio 2009;
- un *timestamp*, ossia un riferimento orario;
- un valore che rappresenta l'*hash* di tutte le transazioni contenute nel blocco;
- un valore chiamato *nonce* che è variabile ed è attorno ad esso che si sviluppa il meccanismo della *proof-of-work*;
- un indicatore di difficoltà.

Il problema matematico che i *miner*, i soggetti che effettuano la validazione delle transazioni, devono risolvere consiste nel trovare una combinazione di caratteri che inseriti nel campo *nonce* fanno sì che l'*hash* del blocco inizi con un determinato numero di zeri: maggiori sono gli zeri maggiore sarà la difficoltà del problema (²⁸). Essenzialmente, siccome la funzione di *hash* non è reversibile, occorre fare milioni di tentativi finché non si trova un valore che rispetti i requisiti anzidetti. Una volta trovata la soluzione per tutti gli altri utenti sarà facile verificare che sia corretta: basterà calcolare la funzione di *hash* per quel valore, vedere se rispetta il requisito e, se il valore corrisponde, il blocco è validato e viene aggiunto alla *blockchain*. Come ricompensa per la corretta validazione il *miner* riceve dei *bitcoin* che vengono generati dal protocollo (²⁹). I *miner* sono pertanto in competizione tra loro per risolvere il problema della *proof-of-work*.

Ogni 10 min circa un nuovo blocco è aggiunto alla *blockchain*; il processo di *mining* è effettuato tramite dei computer e, man mano che la tecnologia avanza, e il numero di *miner* aumenta, se la difficoltà rimanesse invariata, diverrebbe sempre più facile risolvere il

(²⁷) DAVOLA, *op. cit.*, p. 68; CASTOR, *A (short) Guide to Blockchain Consensus Protocols*, 4 marzo 2017, rinvenibile al sito: <https://www.coindesk.com/markets/2017/03/04/a-short-guide-to-blockchain-consensus-protocols/>.

(²⁸) BUONORA, *op. cit.* p. 63 ss.

(²⁹) L'acquisto della proprietà di *bitcoin* tramite l'attività di *mining* è a titolo originario posto che l'elencazione dei modi di acquisto della proprietà di cui all'art 922 c.c. debba ritenersi esemplificativo e non tassativo. In questo senso BURLONE, *La decentralizzazione e i sistemi di consenso sul dato*, paragrafo contenuto nel capitolo *Storia e tecnica*, in *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, cit., p. 91 ss.

problema matematico e conseguentemente la difficoltà della *proof-of-work* deve essere periodicamente aggiornata dal protocollo onde mantenere fissi i 10 minuti per la validazione di ciascun blocco. Quando in Cina era stata vietata l'attività di *mining*, siccome il numero totale di *miner* era diminuito, il tempo necessario per la validazione del nuovo blocco era aumentato e conseguentemente il protocollo ha dovuto ridurre la difficoltà della *proof-of-work* per mantenere fissi i 10 minuti. L'aumento progressivo della difficoltà ha fatto sì che divenisse impossibile il mining tramite la CPU dei computer normali con conseguente creazione di *pool* di *miner* i quali sono di fatto gli unici soggetti che validano le transazioni. Il sistema *bitcoin*, nascente con la logica di un sistema decentralizzato che vuole eliminare l'autorità centrale, ha finito per creare un sistema oligopolistico in cui pochi *pool* di *miner* controllano il sistema di validazione tradendo lo spirito originario con cui è stato lanciato ⁽³⁰⁾.

Un meccanismo di consenso come la *proof-of-work* presenta il problema, che determinò la messa al bando in Cina del *mining*, dell'enorme dispendio di energia necessario per risolvere il problema matematico e infatti in alcuni protocolli gli viene preferita la *proof-of-stake*, in cui i *forger* o *staker* impegnano come garanzia una quota della loro partecipazione nella *blockchain*, per poter essere scelti come validatori della transazione tramite un processo di selezione automatica (i cui criteri variano da protocollo a protocollo) ⁽³¹⁾.

Un ulteriore sistema ma poco diffuso rispetto agli altri due è la *proof-of-authority* in cui sono gli stessi possessori dei *token* a individuare in base alla loro reputazione i soggetti validatori ⁽³²⁾.

La *blockchain* di *bitcoin* delineata in precedenza è qualificabile come *permissionless* potendo qualsiasi soggetto diventare *miner* o utente; esistono tuttavia anche le *blockchain permissioned* in cui non tutti possono partecipare al sistema, ma è necessario essere accettati da soggetti deputati a valutare le richieste di accesso.

Ovviamente una DLT *permissioned* perde parte di quel carattere di decentralizzazione che è tipico dei registri distribuiti, ma è proprio questa tipologia di *blockchain* ad attirare l'interesse delle industrie, stante che l'obbiettivo di questo tipo di DLT

⁽³⁰⁾ MATTASSOGLIO, op. cit., p. 31.

⁽³¹⁾ MATTASSOGLIO, op. cit., nota 47, p. 33.

⁽³²⁾ AVELLA, *Il fenomeno dei crypto-assets e delle criptovalute*, in *Bitcoin e cripto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, cit., p. 7 ss.

è fornire un'infrastruttura digitale funzionale allo svolgimento delle transazioni, piuttosto che consentire la completa disintermediazione ⁽³³⁾.

Il ricorso a piattaforme DLT in ambito bancario e finanziario presenta vantaggi per quanto concerne la riduzione dei costi, la semplificazione delle operazioni di investimento, la riduzione dei rischi connessi all'operato degli intermediari, e l'aumento della certezza del diritto posto che il software della piattaforma DLT utilizza un linguaggio di programmazione univoco che non necessita di interpretazione umana ⁽³⁴⁾; un ulteriore vantaggio non indifferente sta nella completa tracciabilità degli scambi che avvengono su DLT e l'assoluta trasparenza che questo sistema offre. Nel caso di bitcoin l'anonimato degli utenti deriva semplicemente dalla non riconducibilità dell'indirizzo pubblico a una determinata persona e non da una mancanza di trasparenza, visto che il contenuto del registro distribuito (le transazioni) è visibile a tutti i nodi della rete ⁽³⁵⁾.

L'ecosistema *bitcoin* presenta una governance *sui generis* in cui l'umano e il virtuale si intrecciano tra di loro: si hanno i soggetti che scambiano *bitcoin*, i *miner* che procedono alla validazione delle transazioni, gli sviluppatori che procedono periodicamente all'aggiornamento del protocollo e si preoccupano di mantenerlo funzionante, e il protocollo stesso, che procede alla creazione di nuovi *bitcoin* come conseguenza della validazione delle transazioni ogni volta che un blocco viene aggiunto alla *blockchain*. Si pone a questo punto un problema non di poco conto, ossia quello della possibile individuazione di soggetti responsabili in un sistema decentralizzato. È attualmente in esame da parte delle corti inglesi un caso di questo tipo: la società *Tulip Trading* ha chiamato in causa gli sviluppatori di *bitcoin*, in seguito alla sottrazione da parte di alcuni *hacker* di un'ingente quantità di criptovalute; la soluzione non è semplice perché richiede di affrontare la questione dell'applicazione dell'istituto della c.d. *duty of care* agli sviluppatori di *bitcoin*. In primo grado le pretese attoree sono state respinte ma la corte d'appello ha ritenuto necessario affrontare la questione ⁽³⁶⁾.

⁽³³⁾ DAVOLA, *op. cit.*, p. 69; LEVITIN, *Consumer Finance Law: Markets and Regulation*, New York, 2018, p. 411; PETERS e PANAY, *Understanding Modern Banking Ledgers through Blockchain Technologies: Future of Transaction Processing and Smart Contracts on the Internet of Money*, 2015, p. 2 ss, rinvenibile al sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2692487.

⁽³⁴⁾ DAVOLA, *op. cit.*, p. 71; BATELLI e INCUTTI, *Gli smart contracts nel diritto bancario tra esigenze di tutela e innovativi profili di applicazione*, in *Contratto e Impr.*, 2019, p. 925.

⁽³⁵⁾ GARAVAGLIA, *op. cit.* p. 174.

⁽³⁶⁾ MATTASSOGLIO, *Quale futuro per bitcoin e la sua decentralizzazione? Riflessioni in attesa della pronuncia Tulip Trading*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2023, II, p. 323 ss.

La dottrina inglese ravvisa quattro elementi comuni ai rapporti fiduciari ⁽³⁷⁾:

- essi riguardano l'offerta di servizi ad alta competenza;
- il soggetto responsabile dovrebbe agire in virtù di una particolare *property of power*;
- sussistenza del rischio in capo all'affidante che l'affidatario non si comporti in modo corretto;
- possibilità che la fiducia dell'affidante sia tradita.

Sulla sussistenza di questi presupposti si gioca la causa, il cui esito è importante per il futuro di *bitcoin* e della sua decentralizzazione posto che l'accoglimento della domanda richiederà innanzitutto di perimetrare con precisione gli obblighi gravanti sugli sviluppatori, porrà il problema della convenibilità in giudizio di una moltitudine di soggetti situati in diverse giurisdizioni con conseguente tema in relazione alla legge applicabile. L'accoglimento della domanda snaturerebbe completamente il concetto di decentralizzazione nonché porrebbe a rischio la sopravvivenza stessa del sistema *bitcoin*.

Ragionando nei termini del diritto italiano occorre chiedersi se sia possibile individuare un obbligo di diligenza gravante sugli sviluppatori nei confronti degli utenti.

Per rispondere a tale interrogativo bisogna identificare l'eventuale fonte dell'obbligazione. Ai sensi dell'articolo 1173 c.c. l'obbligazione nasce o da fatto illecito o da un contratto o ogni altro atto o fatto idoneo a produrla. Tralasciando l'ipotesi di un fatto illecito, che non rileva in questa sede, bisogna sottolineare come non sia stato concluso alcun contratto e, per quanto riguarda gli «altri atti o fatti» di cui all'art 1173 c.c., si potrebbe astrattamente ipotizzare che la partecipazione degli sviluppatori al protocollo *bitcoin* possa integrare una condotta rilevante ai fini della configurazione di un contatto sociale qualificato, ossia di un contatto personale «che in base alle circostanze giustificano l'affidamento sulla effettuazione di tipiche prestazioni obbligatorie» ⁽³⁸⁾ tra cui «usare la diligenza del buon padre di famiglia» ⁽³⁹⁾. In contrario occorre rilevare come nel rapporto tra gli sviluppatori di *bitcoin* e utenti si ha invero un “contatto virtuale”, a differenza delle ipotesi in cui la giurisprudenza ha ravvisato l'applicabilità di quest'istituto, ove il contatto è invece personale e non mediato dalla tecnologia ⁽⁴⁰⁾.

⁽³⁷⁾ WALCH, *In Code(Rs) We Trust: Software Developers as fiduciaries, in public blockchains*, 2018, rinvenibile al sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3203198. L'articolo fa anche parte del volume *Techno-Social and Legal Challenges*, a cura di Hacker, Lianos, Dimitropoulos, Eich, Oxford, 2019.

⁽³⁸⁾ BIANCA, *Il contratto*, 3° ed., Milano, 2019, p. 32; Cass. 12 luglio 2016, n. 14188, in *Giur. It.*, 2016, p. 2568.

⁽³⁹⁾ Art 1176 c.c.

⁽⁴⁰⁾ Cass., sez. un., 22 dicembre 2015, n. 25767; Cass., 14 luglio 2015, n. 14642; Cass., 14 luglio 2006, n. 16123; Cass., 17 febbraio 2014, n. 3612.

L'alternativa che appare preferibile è quella di non riconoscere alcun obbligo in capo agli sviluppatori, avvisare gli utenti dei rischi insiti nell'utilizzo di una tecnologia *blockchain* di tipo *permissionless* e introdurre tutele nel momento in cui si esce dall'ambito della completa decentralizzazione per entrare nell'orbita di soggetti identificabili che prestano servizi per le cripto-attività ⁽⁴¹⁾.

Custodia dei *crypto-asset*

I *token* di *crypto-asset* sono conservati mediante l'utilizzo di *wallet*, strumenti che consentono la custodia delle chiavi private le quali, come è già stato sottolineato, sono fondamentali per la disposizione dei *crypto-asset* stessi. Esistono quattro tipologie di *wallet* ⁽⁴²⁾:

- *hot custodial wallet*: chiamati così perché connessi a Internet e gestiti da una terza parte che «detiene le chiavi private dell'utente e a cui l'utente può accedere»;
- *hot non-custodial wallet*: essi sono sempre connessi a Internet ma in questo caso le chiavi private sono detenute direttamente dall'utente che scarica un software sul proprio computer;
- *cold hardware wallet*: un dispositivo fisico, tipo una *pen-drive*, non connesso a Internet contengono le chiavi private;
- *cold paper wallet*: un semplice foglio di carta in cui sono scritte le chiavi private.

L'effettuazione delle transazioni può essere realizzata nel caso di sistemi completamente decentralizzati anche in autonomia dagli utenti tramite gli appositi programmi, ad esempio *Bitcoin Core* per i *bitcoin*. Questo tipo di transazioni sono chiamate OTC (*over the counter*), ossia al di fuori di un "mercato".

I fornitori di servizi per le cripto-attività sono ripartibili in due categorie: i *wallet provider* che gestiscono la chiave privata del cliente con cui trasferire l'*asset*, e gli *exchange* che attuano la conversione di valute virtuali o con monete avente corso legale, o con altre valute virtuali ⁽⁴³⁾.

⁽⁴¹⁾ MATTASSOGLIO, *op. cit.*, p. 325; tale scelta è quella operata dal legislatore europeo col MiCAR, il Reg. UE 2023/1114, che al *considerando* n. 22 afferma che le cripto-attività senza un emittente identificabile sono escluse dall'ambito di applicazione dei titoli II, III, IV e prosegue nei seguenti termini: «i prestatori di servizio per le cripto-attività che prestano servizi in relazione a tali cripto-attività dovrebbero tuttavia rientrare nell'ambito di applicazione del presente regolamento».

⁽⁴²⁾ AVELLA, *op. cit.*, p. 8.

⁽⁴³⁾ Nel Regolamento MiCA questa distinzione non esiste, si parla semplicemente di «prestatori di servizi per le cripto-attività» e si individuano all'art 3, paragrafo 1, punto 16 i servizi per le cripto-attività. Essi sono modellati sulla base dei servizi finanziari, tant'è che all'art 60 è lo stesso Regolamento ad effettuare il

Fino alla piena applicazione del regolamento MiCA che, per quanto riguarda le norme relative ai prestatori di servizi, avverrà a partire 30 dicembre 2024, l'unica disciplina espressa applicabile a questi soggetti è quella antiriciclaggio, che definisce i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale, (gli *exchange*), come: «ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale o in rappresentazioni digitali di valore, ivi comprese quelle convertibili in altre valute virtuali nonché i servizi di emissione, offerta, trasferimento e compensazione e ogni altro servizio funzionale all'acquisizione, alla negoziazione o all'intermediazione nello scambio delle medesime valute» ⁽⁴⁴⁾, e i prestatori di servizi di portafoglio digitale (i *wallet provider*) come: «ogni persona fisica o giuridica che fornisce, a terzi, a titolo professionale, anche *online*, servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali» ⁽⁴⁵⁾. Su di essi gravano gli obblighi previsti dal d. lgs. 231/2007, tra cui si annoverano quelli di adeguata verifica del cliente e del titolare effettivo, e di segnalazione di operazioni sospette di cui agli art. 17 e 41.

I prestatori di servizio relativi alle valute virtuali sono soggetti all'iscrizione nel registro tenuto dall'Organismo di cui all'art 128 *undecies* del TUB, in quanto sono equiparati ai "cambiavalute" per i quali sussiste l'obbligo di iscrizione a partire dal 2012. Tuttavia tale disciplina non esaurisce gli obblighi posti a carico degli operatori, in quanto a seconda della fattispecie, si applicherà la disciplina relativa ai servizi di pagamento laddove l'attività svolta tenda a facilitare un trasferimento di *crypto-asset*, si applicherà invece la disciplina dei servizi di investimento laddove l'attività svolta presenti caratteri di investimento, nonché la disciplina prevista dal codice del consumo qualora il soggetto a cui sono offerti i *crypto-asset* sia qualificabile come consumatore ⁽⁴⁶⁾. Le disposizioni applicabili variano a seconda del servizio offerto e delle sue modalità: l'analisi della singola fattispecie diviene pertanto imprescindibile non essendo individuabile a monte una disciplina univoca.

Il regolamento MiCA interviene sulla questione dettando norme *ad hoc* per i fornitori di servizi per le cripto-attività prevedendo a titolo esemplificativo obblighi comportamentali

parallelismo tra i servizi per le cripto-attività e il corrispondente servizio finanziario si sensi della direttiva 2014/65/UE.

⁽⁴⁴⁾ cit. art 1, co 2, lett. ff *bis*, D. Lgs. 231/2007.

⁽⁴⁵⁾ cit. art 1, co 2, lett. ff *bis*, D. Lgs. 231/2007.

⁽⁴⁶⁾ DE STASIO, *Le monete virtuali: natura giuridica e disciplina dei prestatori di servizi connessi*, in *Diritto del Fintech*, cit., p. 241 ss.

(⁴⁷), requisiti prudenziali e di *governance* (⁴⁸), requisiti patrimoniali minimi (⁴⁹), un articolato procedimento autorizzativo (⁵⁰) e regole specifiche per ciascun servizio prestato (⁵¹).

(⁴⁷) Art. 66 Reg. UE 2023/1114.

(⁴⁸) Art 67-68 Reg. UE 2023/1114.

(⁴⁹) Allegato IV Reg. UE 2023/1114.

(⁵⁰) Art 62 ss Reg. UE 2023/1114.

(⁵¹) Capo 3 Reg. UE 2023/1114.

LE CRIPTOVALUTE

Tentativo di qualificazione dal punto di vista tecnologico

Come visto *supra*, le criptovalute intese in senso ampio coincidono con i c.d. *payment token*, ossia *crypto-asset* nati per fungere da mezzo di pagamento, tra i quali si annoverano gli *stablecoin* e le criptovalute c.d. “tradizionali”, di cui *bitcoin* ne costituisce l’archetipo. Nella sua manifestazione reale è una stringa alfanumerica associata a un certo soggetto tramite l’uso della crittografia asimmetrica ⁽¹⁾.

Il legislatore italiano nella normativa antiriciclaggio definisce le «valute virtuali» nei seguenti termini: «rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita da una banca centrale o da un’autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l’acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente» ⁽²⁾. Elementi comuni a questa definizione la ha anche quella fornita dal legislatore europeo: «rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente» ⁽³⁾. In comune tra le due definizioni vi è la natura digitale delle criptovalute, la non garanzia da parte di una autorità pubblica e il non necessario legame con una valuta legale. Esse, non solo non sono esaustive ma addirittura contraddittorie e non forniscono alcuna indicazione per risolvere il problema della qualificazione delle criptovalute: da un lato il legislatore europeo in particolare, ma anche quello italiano, si preoccupa di sottolineare la non ascrivibilità delle valute virtuali alla moneta, dall’altro ne sottolinea l’utilizzo come mezzo di scambio che costituisce la funzione tipica della moneta ⁽⁴⁾. Le ragioni di questa (voluta) ambiguità sono determinate dalla *ratio* della direttiva: la prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo. Conseguentemente viene fornita una definizione idonea a comprendere tutti i possibili

⁽¹⁾ CIAN, *La criptovaluta-alle radici dell’idea giuridica di denaro tramite la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, p. 330.

⁽²⁾ Art. 1, co 2 lett qq, d. lgs. n. 231/2007, emendato prima dal d. lgs. 25 maggio 2017, n. 90 in attuazione della dir. 2015/849/UE e poi d.lgs. 4 ottobre 2019, n. 125, attuativo della direttiva 2018/843/UE.

⁽³⁾ Art 3 dir. 2015/849/UE (c.d. direttiva antiriciclaggio), modificata dalla direttiva 2018/843.

⁽⁴⁾ DI MARTINO, *Soluzioni e prospettive sulla “natura giuridica” delle valute virtuali*, in *Banche, Intermediari e fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, a cura di Cassano, Di Ciommo, De Ritis, Milano, 2021, p. 301.

utilizzi delle valute virtuali: mezzo di pagamento, oggetto di speculazione, riserva di valore o utilizzo in casinò *online* ⁽⁵⁾.

Balza all'occhio la similitudine con la moneta elettronica, che viene definita dall'art 1, co 2, lett. h *ter* del TUB come «il valore monetario memorizzato elettronicamente [...] rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente [...] e che sia accettato da persone fisiche e giuridiche diverse dall'emittente». A fronte di ciò si è prospettata la riconducibilità delle criptovalute alla moneta elettronica ⁽⁶⁾. Ci si trova di fronte a una moneta elettronica qualora si riscontrino i seguenti elementi ⁽⁷⁾:

- sussistenza di un valore monetario;
- memorizzazione elettronica dello stesso;
- rappresentazione di esso come un credito nei confronti dell'emittente: banche, istituti di moneta elettronica (Imel) e altri soggetti di cui all'art 114 *bis* TUB;
- emissione per consentire operazioni di versamento, di trasferimento o di prelievo di fondi;
- accettazione da persone diverse dall'emittente.

Nonostante a prima vista l'accostamento criptovalute-moneta elettronica possa sembrare corretto, l'analisi attenta della fattispecie porta ad una soluzione diversa.

Come prima cosa occorre rilevare come il valore monetario della moneta elettronica sia determinato in moneta legale (cosa che non accade nel caso nelle criptovalute) e la stessa riconducibilità delle criptovalute al fenomeno monetario è controversa ⁽⁸⁾.

Le criptovalute che non hanno un emittente, di cui *bitcoin* ne è l'esempio paradigmatico, difettando *a priori* di un requisito fondamentale, non possono essere ricondotti alla moneta elettronica così come definita dal TUB; il discorso si fa più complesso quando si parla di criptovalute che hanno un emittente: le valute virtuali non sono emesse in cambio di fondi di valore corrispondente a moneta legale, anzi a volte sono emessi in cambio di altre cripto-attività, e corrispondono ad un valore digitale determinato nella stessa valuta digitale che viene emessa. Gli Imel hanno un obbligo di rimborso su richiesta del detentore, «in ogni momento e al valore nominale» della moneta elettronica *ex art 114 bis.1 TUB*, che invece non sussiste per il cambiavalute virtuale, l'*exchange*, sempre che fornisca il servizio

⁽⁵⁾ Considerando 10 dir. 2018/843/UE.

⁽⁶⁾ DI MARTINO, *op. cit.*, p. 305.; si veda il report al Congresso USA, LAW LIBRARY OF CONGRESS, *Regulation of bitcoin in Selected Jurisdiction*, gennaio 2014, rinvenibile al sito: <https://tile.loc.gov/storage-services/service/ll/lglrd/2014427360/2014427360.pdf>.

⁽⁷⁾ GUERRIERI, *La moneta elettronica. Profili giuridici dei nuovi strumenti di pagamento*, Bologna, 2015, p. 59 ss.

⁽⁸⁾ CIAN, *op. cit.*, p. 319

di cambio di criptovaluta in moneta legale ⁽⁹⁾. Si deve però tenere a mente che le criptovalute costituiscono una panacea al cui interno si rinvergono sottocategorie che presentano i caratteri più disparati. Per tali motivi non stupisce la posizione assunta dall'EBA che ritiene possibile qualificare le criptovalute come moneta elettronica se il *token* ⁽¹⁰⁾:

- è memorizzato elettronicamente;
- rappresenta un credito verso l'emittente;
- esprime un valore monetario;
- è rilasciato per eseguire operazioni di pagamento;
- può essere accettato da un soggetto diverso dall'emittente.

Resta tuttavia il dato inconfutabile che gli emittenti di valute virtuali non hanno l'obbligo di rimborso previsto per gli Imel e che il valore digitale delle criptovalute non coincide con quello avente corso legale della moneta elettronica, e questo osta all'assimilazione a quest'ultima ⁽¹¹⁾.

Nonostante appaia preferibile e maggiormente condivisa la non riconducibilità delle valute virtuali alla moneta elettronica non si può non riconoscere l'equipollenza dal punto di vista delle transazioni (entrambi sono mezzi di scambio accettati su base volontaria), e l'uguaglianza della modalità di registrazione dei pagamenti (annotazioni elettroniche su un libro contabile). È stata quindi prospettata la possibilità di considerare il sistema di pagamento con criptovalute come uno «strumento di pagamento» ossia come «un insieme di procedure concordate tra l'utente e il prestatore di servizi di pagamento di cui l'utente di servizi di pagamento si avvale per impartire un ordine di pagamento» ⁽¹²⁾. L'attività di soggetti come i *wallet providers*, o i *miners* e di tutti coloro che garantiscono il funzionamento del sistema costituirebbe attività di intermediazione per il pagamento in valuta virtuale. La conseguenza sarebbe l'applicazione della disciplina dei servizi di pagamento e in particolare il d. lgs. 11/2010, successivamente modificato dal d. lgs.

⁽⁹⁾ DI MARTINO, *op. cit.*, p. 306

⁽¹⁰⁾ EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 9 gennaio 2019, p. 12 ss, rinvenibile al sito:

<https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2545547/67493daa-85a8-4429-aa91-e9a5ed880684/EBA%20Report%20on%20crypto%20assets.pdf>.

⁽¹¹⁾ DI MARTINO, *op. cit.*, p. 307; DE STASIO, *Le monete virtuali: natura giuridica e disciplina dei prestatori di servizi connessi*, in *Diritto del Fintech*, a cura di Cian e Sandei, Milano, 2020, p. 215 ss; CALONI, *Bitcoin: profili civilistici e tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, p. 168 ss; GAMBINO e BOMPRESZI, *Blockchain e criptovalute*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, a cura di Finocchiaro e Falce, Bologna, 2019, p. 271; MANCINI, *Bitcoin: rischi e difficoltà normative*, in *Banca, impr., soc.*, 2016, p. 111 ss.

⁽¹²⁾ Art. 1, co 1, lett. s d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 11.; BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Dir. inform.*, 2017, p. 35.

218/2017 che recepisce la Direttiva 2015/2366, PSD2. L'applicazione diretta della normativa citata è tuttavia da escludere in quanto l'interpretazione corrente circoscrive l'applicazione del decreto ai soli pagamenti determinati in moneta avente corso legale nei singoli Stati⁽¹³⁾; ciò però non porta a scartare una possibile applicazione analogica nel momento in cui l'attività in moneta virtuale sia utilizzata per realizzare, tra due soggetti, un trasferimento di disponibilità, mediante l'intermediazione di operatori a ciò preposti⁽¹⁴⁾.

Tutto ciò cambia radicalmente con il regolamento MiCA, come meglio si vedrà *infra*, almeno per quanto riguarda i *token* di moneta elettronica, ossia quei *token* che mirano «a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale»⁽¹⁵⁾. Essi «sono considerati moneta elettronica»⁽¹⁶⁾. Parificazione non effettuata invece per i *token* collegati ad attività, ossia quei *token* che non sono *token* di moneta elettronica e che mirano a «mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o diritto o a una combinazione dei due comprese una o più valute ufficiali»⁽¹⁷⁾, per i quali permane incertezza. Nulla cambia per le criptovalute emesse in forma completamente decentralizzata posto che sono escluse dall'ambito di applicazione del MiCAR⁽¹⁸⁾.

Tentativo di qualificazione dal punto di vista civilistico e conseguenze

L'unicità delle criptovalute ha portato a reazioni diverse nei vari stati del mondo. L'approccio di paesi come El Salvador⁽¹⁹⁾ e la Repubblica Centrafricana⁽²⁰⁾, che è stato elevare il *bitcoin* a moneta legale, è esattamente agli antipodi della scelta operata dalla Cina che, in prima battuta, ha vietato l'attività di *mining* di *bitcoin* per l'eccessivo consumo di energia che comportava, e successivamente, qualunque attività riguardante le criptovalute,

⁽¹³⁾ BOCCHINI, *op. cit.*, p. 35 ss.; GASPARRI, *Timidi tentativi di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema*, in *Dir. inform.*, 2015, p. 424.

⁽¹⁴⁾ DI MARTINO, *op. cit.*, p. 307 ss.; DE STASIO, *Le monete virtuali: natura giuridica e disciplina dei prestatori di servizi connessi*, in *Diritto del fintech*, cit., p. 240 ss.

⁽¹⁵⁾ Art. 3.1 Reg. UE 2023/1114.

⁽¹⁶⁾ Art 48.2 Reg. UE 2023/1114

⁽¹⁷⁾ Art. 3.1 Reg. UE 2023/1114.

⁽¹⁸⁾ *Considerando* n. 22, Reg. UE 2023/1114.

⁽¹⁹⁾ LOPS, *Bitcoin moneta di El Salvador: perché il 7 settembre passerà alla storia (forse)*, in *Il Sole 24 ore*, 7 settembre 2021, rinvenibile al sito:

<https://www.ilssole24ore.com/art/bitcoin-moneta-el-salvador-perche-7-settembre-passera-storia-forse-AEUH3Gh>.

⁽²⁰⁾ BECCHETTI, *Repubblica Centrafricana, il Bitcoin diventa la moneta ufficiale: il Parlamento approva la legge all'unanimità*, rinvenibile al sito:

https://www.repubblica.it/solidarieta/equo-e-solidale/2022/04/29/news/repubblica_centrafricana-347352641/.

mettendo al bando l'attività di *trading* di *crypto* da parte degli *exchange*, e vietando le transazioni *over-the-counter* o *peer-to-peer* ⁽²¹⁾.

Negli Stati Uniti l'approccio da parte delle autorità di regolamentazione è molto frammentario e poco organico e varia a seconda dell'agenzia che si occupa della questione. La *Financial Crimes Enforcement Networks (FinCEN)*, agenzia che si occupa della prevenzione del riciclaggio di denaro, paragona le criptomonete alle monete avente corso legale; infatti, nelle sue linee guida ha sottolineato come, nella definizione di *money transmitter*, non intercorra alcuna differenza tra moneta avente corso legale e criptomoneta e conseguentemente chiunque operi in questo campo deve sottostare alla regolamentazione dell'agenzia. Il mancato rispetto di queste regole ha portato nel 2015 ad una multa di 700mila dollari a carico di *Ripple*.

La *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*, agenzia federale che si occupa di supervisionare il mercato dei derivati qualifica le criptovalute come *commodity*, come un bene fungibile ⁽²²⁾, e le fa rientrare nella stessa categoria delle materie prime come l'oro, l'argento, il petrolio e il gas naturale.

Se le criptovalute fossero delle *commodity* non potrebbero essere qualificate come *security*, come strumenti finanziati, tuttavia la *Securities and Exchange Commission (SEC)*, è di parere opposto e ritiene applicabile la regolazione in materia di servizi finanziari ogni volta che prodotto finanziario riguarda le criptovalute ⁽²³⁾.

In Europa l'approccio si basa sulla prudenza: le autorità di regolamentazione non hanno mai negato i possibili benefici e nemmeno sottovalutato i rischi per la stabilità finanziaria ⁽²⁴⁾. Nel nostro ordinamento «l'acquisto, l'utilizzo e l'accettazione in pagamento delle valute virtuali debbono allo stato ritenersi attività lecite; le parti sono libere di obbligarsi a corrispondere somme anche non espresse in valute aventi corso legale» ⁽²⁵⁾.

⁽²¹⁾ SOLDVINI, *Criptoalute, stretta finale della Cina: messe al bando tutte le transazioni*, 24 settembre 2021, rinvenibile al sito: <https://www.ilsole24ore.com/art/criptoalute-stretta-finale-cina-messe-bando-tutte-transazioni-AEDkaEl>.

⁽²²⁾ Con il termine *commodity* si intendono quelle materie prime, quei beni che sono scambiati sul mercato senza differenze qualitative. Si tratta in pratica dei beni fungibili, si veda il seguente sito: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/commodity.htm>.

⁽²³⁾ REINERS, *Fintech regulation in the United States*, in *Diritto del Fintech*, cit., p. 645 ss.

⁽²⁴⁾ EBA, *Opinion on 'virtual currencies'*, 4 luglio 2014, rinvenibile al sito: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/657547/81409b94-4222-45d7-ba3b-7deb5863ab57/EBA-Op-2014-08%20Opinion%20on%20Virtual%20Currencies.pdf?retry=1>;

EBA *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, cit..

⁽²⁵⁾ BANCA D'ITALIA, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, 30 gennaio 2015, rinvenibile al sito:

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

Laddove ciò si verificasse diverrebbe fondamentale interrogarsi sulla natura giuridica delle criptovalute, ai fini della individuazione della disciplina applicabile alla singola fattispecie. A titolo esemplificativo, laddove si utilizzi una criptovaluta come corrispettivo per l'acquisto di un bene la disciplina applicabile sarà quella della compravendita o della permuta?

Una prima possibile soluzione è quella di qualificare le criptovalute come moneta e occorre innanzitutto muovere i primi passi dal concetto di “moneta”. Sicuramente non è prospettabile un obbligo di accettazione delle criptovalute posto che non hanno corso legale forzoso; addirittura, l'utilizzo del termine “valuta” è in realtà fuorviante: con “valuta” si fa riferimento a quella moneta avente corso legale di cui tutte le criptovalute ne sono prive nel nostro ordinamento ⁽²⁶⁾. Se si aderisse alla c.d. teoria statalista sarebbe qualificabile come moneta solo ed esclusivamente quel valore a cui lo stato attribuisce corso legale forzoso. La moneta è tale in quanto è lo stato che impone dall'alto l'obbligo di accettazione della stessa come mezzo di pagamento ⁽²⁷⁾. A tale teoria sembra aver aderito la Corte di Cassazione secondo cui «può essere qualificata come moneta solo il mezzo di pagamento universalmente accettato che è espressione delle potestà pubblicistiche di emissione e di gestione del valore economico» ⁽²⁸⁾.

Vi è tuttavia una seconda impostazione, che guarda la moneta dal punto di vista funzionale e muove i suoi passi da una premessa più sociologica: la teoria sociale della moneta. Seguendo questa linea di pensiero costituirebbe “moneta” un qualsiasi valore che è idoneo ad assolvere le tre funzioni principali della stessa e che è generalmente accettato dai concittadini; la moneta potrebbe essere qualificata come tale laddove possa essere impiegata come “strumento di pagamento”, “unità di conto” e “riserva di valore” ossia qualora possa essere utilizzata come corrispettivo per gli scambi, possa fungere da “misura” per indicare il valore di un bene o servizio e possa mantenere stabile il suo valore nel tempo e costituire in tal senso una “riserva”.

La questione non è di facile soluzione: per quanto riguarda l'utilizzo come “strumento di pagamento”, nonostante le criptomonete siano sempre più accettate come mezzo di scambio su scala mondiale ⁽²⁹⁾, il discorso andrebbe perimetrato sulla singola

⁽²⁶⁾ VARDI, “Criptovalute” e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin, in *Dir. inform.*, 2015, p.445.

⁽²⁷⁾ MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia. Come intelligenza artificiale e DLT stanno trasformando lo strumento monetario*, Torino, 2022, p.44; GASPARRI, *op. cit.*, p. 415 ss.; VARDI, *op. cit.*, p.443 ss.

⁽²⁸⁾ cit. Cass. 2 dicembre 2011, n. 25837; MECENATE, *Il deposito del prezzo in criptomonete presso il notaio*, in *Riv. not.*, 2021, p. 392 ss.

⁽²⁹⁾ MECENATE, *op.cit.*, p.

criptovaluta in questione: se il protocollo di una criptovaluta, ad esempio *bitcoin*, basa la validazione della transazione su un meccanismo dispendioso come la *proof-of-work*, l'enorme dispendio di energia richiesto renderebbe impossibile il suo utilizzo per l'acquisto generalizzato di beni; viceversa però, siccome una transazione viene validata ogni 10 minuti può costituire un ottimo strumento per il pagamento rapido di grosse somme di denaro.

La loro volatilità e l'incapacità di mantenere un valore stabile ostano al considerarle come "riserva di valore" e "unità di conto", inoltre, anche laddove sia accettato il pagamento in criptomonete, il prezzo è comunque determinato in moneta avente corso legale e poi in sede di pagamento si effettua la conversione nel valore determinato in criptovaluta ⁽³⁰⁾.

Tuttavia, non è necessario che le altre due funzioni monetarie debbano per forza coesistere con quella di "mezzo di scambio" ⁽³¹⁾; se si considerasse la funzione di "riserva di valore" come necessaria per considerare una moneta in quanto tale, alcune valute dei paesi in via di sviluppo non potrebbero essere considerate come moneta ⁽³²⁾ data la loro elevata volatilità.

Le criptovalute possiedono inoltre altri caratteri tipici della moneta ⁽³³⁾:

- la portabilità: non avendo alcuna estensione nello spazio fisico sono facilmente trasportabili. L'assenza di materialità non osta alla qualificazione come moneta, siccome si tratta di una caratteristica condivisa sia dalla moneta elettronica che da quella bancaria ⁽³⁴⁾;
- la durabilità: nonostante possano essere perse perdendo la chiave privata, mantengono il loro valore;
- la divisibilità: al pari delle valute Fiat, esse sono divisibili in decimali, in teoria non esistono limiti alla divisione delle crypto;
- la sicurezza: i protocolli delle criptovalute rendono molto difficile il loro furto o contraffazione.

Una seconda impostazione invece fa rientrare le criptovalute nell'ambito della nozione di «bene» di cui all'art 810 c.c.. L'assenza di corso legale e il loro scarso utilizzo, non in termini

⁽³⁰⁾ MATTASOGLIO, *op. cit.*, p. 47.

⁽³¹⁾ <https://www.treccani.it/enciclopedia/moneta/>.

⁽³²⁾ MECENATE, *op. cit.*, p. 415.; PASSARETTA, *Le valute virtuali in una prospettiva di diritto privato: tra strumenti di pagamento, forme alternative d'investimento e titoli impropri*, paragrafo contenuto nel capitolo *Diritto civile e processuale, in Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, a cura di Capaccioli, Milano, 2021, p. 102.

⁽³³⁾ PASSARETTA, *op. cit.*, p. 102; HARWICK, *Cryptocurrency and the Problem of Intermediation*, in *The Independent Review*, 2016, p. 573, il contributo è anche rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2523771.

⁽³⁴⁾ DI MARTINO, *op. cit.*, p. 302.

assoluti, ma relativamente al totale delle transazioni effettuate su scala globale, ostano al considerarli come moneta sia che si aderisca alla teoria statale della moneta, sia che si aderisca a quella funzionale⁽³⁵⁾. Seguendo questa teoria le criptovalute costituirebbero «cose che possono formare oggetto di diritti» ex art 810 c.c.⁽³⁶⁾; si tratterebbe di beni giuridici immateriali (il requisito della materialità non è essenziale ai fini della qualificazione come “bene”⁽³⁷⁾) meritevoli di tutela di interessi economici in quanto: generano un’ utilità al suo detentore che può usarli come mezzo di scambio oppure venderli in mercati secondari, sono accessibili facilmente mediante l’ausilio dei *wallet*, e sono un numero finito⁽³⁸⁾.

La natura monetaria di *bitcoin*, e più in generale delle criptovalute è stata accolta dalla CGUE con la sentenza del 22 ottobre 2015, causa C-264/14 (*Skatteverket vs Hedqvist*). La Corte, chiamata a pronunciarsi sull’ esenzione dall’ IVA delle operazioni di cambio di *bitcoin* per moneta avente corso legale afferma che «la valuta virtuale [...] “*bitcoin*” [...] non può essere qualificata come “bene materiale”» e che «le operazioni oggetto del procedimento principale che consistono nel cambio di diversi mezzi di pagamento non ricadono nella nozione di “cessione di beni”»⁽³⁹⁾, escludendo quindi la natura di bene per le criptovalute e optando per la natura monetaria. Sempre ad avviso della corte *bitcoin* costituisce «un mezzo di pagamento contrattuale»⁽⁴⁰⁾ pertanto le operazioni aventi loro ad oggetto rientrano nell’ambito delle «operazioni relative a divise, banconote e monete con valore liberatorio»⁽⁴¹⁾.

La sentenza della Corte di Giustizia, pur essendo stata pronunciata in ambito tributario, costituisce una presa di posizione abbastanza netta che è stata poi ripresa dal lodo arbitrale di Marcianise. Il 14 aprile 2018 l’arbitro unico di Marcianise si è trovato a risolvere un caso peculiare: esso riguardava l’ adempimento di una obbligazione il cui quantitativo era determinato per metà in moneta avente corso legale e per metà nella criptovaluta “Eurocrediti”. Il creditore aveva convenuto il debitore domandando il pagamento in moneta avente corso legale della metà determinato in criptovaluta. L’arbitro, aiutato da quest’ultima circostanza, riconducendo la criptomoneta al fenomeno monetario, ha optato per

⁽³⁵⁾ PISANI MASSAMORMILE, *Noterelle pessimistiche sui bitcoin*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, I, p. 465 ss.;

⁽³⁶⁾ A tale tesi ha aderito il tribunale di Brescia, chiamato a pronunciarsi sulla conferibilità delle criptovalute a capitale sociale, Trib. Brescia, 25 luglio 2018, in *Rivista di diritto societario*, 2019, II, p. 773 ss.

⁽³⁷⁾ PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, p. 466 ss.

⁽³⁸⁾ PASSARETTA, *op. cit.*, p. 95 ss.;

⁽³⁹⁾ Corte UE, 22 ottobre 2015, *Skatteverket vs Hedqvist*, C-264/14, punto 24 e 26.

⁽⁴⁰⁾ vedi *supra* nota 35, punto 42.

⁽⁴¹⁾ cit. art 135, par. 1, lett. e, Dir. 2006/112/CE; ALLENA e PURPURA, *Profili IVA legati all’operatività in bitcoin e criptovalute*, in *Bitcoin e crypto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, a cura di Avella, Il Sole 24 ore, febbraio 2023, p. 107 ss.; MATTASSOGLIO, *op. cit.*, p. 41.

l'applicazione della disciplina sull'obbligazione pecuniaria: nel caso di specie entra in scena l'art 1278 c.c., ai sensi del quale «se la somma dovuta è determinata in moneta non avente corso legale nello Stato, il debitore ha facoltà di pagare in moneta legale». Ci si trova di fronte ad una obbligazione facoltativa passiva ergo la facoltà di pagare in moneta legale è esercitabile dal debitore, e il creditore non può pretendere l'adempimento in moneta avente corso legale ⁽⁴²⁾. L'arbitro applica analogicamente l'art 1278 c.c., dettato per le monete estere, alle criptovalute, ma non si può nemmeno escludere una possibile applicazione diretta, in quanto le monete estere, al pari delle criptovalute, costituiscono un bene polivalente che può assumere sia i connotati di “moneta”, quando è considerato come corrispettivo, sia i connotati di “merce”, quando ci si trova di fronte a un contratto di cambio valute strutturati come compravendita ⁽⁴³⁾.

La conseguenza quindi della qualificazione delle criptovalute come moneta sarebbe l'applicazione delle norme dettate per le obbligazioni pecuniarie. L'obbligazione determinata in criptovaluta sarebbe quindi facoltativa rispetto al pagamento in denaro avente corso legale e in quest'ultimo caso la conversione cripto-euro dovrebbe farsi *ex art 1278 c.c.* «al corso del cambio nel giorno della scadenza», a meno che le parti non introducano *ex art 1279 c.c.* la clausola di pagamento effettivo in moneta non avente corso legale, e in tal caso il debitore sarebbe obbligato a pagare con la criptovaluta determinata. L'assenza di un mercato regolamentato delle cripto e la loro “quotazione” su diverse piattaforme *exchange* pone il tema della determinazione del tasso di conversione. Tuttavia, deve ritenersi che in questi casi sopperirà l'autonomia privata: le parti ragionevolmente determineranno *ex ante* a quale piattaforma fare riferimento per determinare il tasso di cambio. Un altro interrogativo che potrebbe essere posto è se le criptovalute siano produttive di interessi *ex art 1282 c.c.*: una giurisprudenza isolata ma non contraddetta del tribunale di Varese del 6 marzo 1989 aveva risposto affermativamente per l'obbligazione determinata in moneta e pertanto la norma in questione andrebbe applicata anche alle criptovalute ⁽⁴⁴⁾.

⁽⁴²⁾ Arbitro unico Marcianise, 14 aprile 2018, in *Giustiziacivile.com*, con nota di DE RITIS, *Obbligazioni pecuniarie in criptomonete*, rinvenibile al sito:

<https://giustiziacivile.com/soggetti-e-nuove-tecnologie/note/obbligazioni-pecuniarie-criptomoneta>, la decisione dell'arbitro è rinvenibile al sito:

https://giustiziacivile.com/system/files/allegati/arbitro_unico_marcianise_-_14_aprile_2018_lodo_arbitrale.pdf;

sulla natura facoltativa dell'obbligazione determinata in valuta estera vedi Cass., 17 maggio 1983, n. 3414; propende invece per la tesi minoritaria della natura alternativa dell'obbligazione determinata in valuta estera BIANCA, *L'obbligazione*, ristampa aggiornata 2019, Milano, 1990, p. 163 ss.

⁽⁴³⁾ PETRASSI, *I profili civilistici delle criptovalute*, in *Bitcoin e cripto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, cit., p. 40 ss.

⁽⁴⁴⁾ PETRASSI, *op. cit.*, p. 40 ss.

Altra conseguenza dell'accoglimento di questa tesi attiene la qualificazione giuridica dei contratti in cui le criptovalute sono il corrispettivo. A seconda che esse siano assimilate al denaro, o ai beni *ex art 810 c.c.*, si avrà rispettivamente, o un contratto di compravendita, o di permuta. La vendita *ex art 1470 c.c.* è «il contratto che ha per oggetto il trasferimento della proprietà verso il corrispettivo di un prezzo», mentre la permuta *ex art 1552 c.c.* «ha per oggetto il reciproco trasferimento della proprietà di cose, o di altri diritti». Sulla permuta il codice effettua un rinvio generale alla disciplina prevista per la compravendita, che *ex art. 1555 c.c.* si applica in quanto compatibile. Le norme dettate specificatamente per la permuta sono due: l'art 1553 c.c. che prevede, per il permutante che ha subito l'evizione, la possibilità di scegliere tra la restituzione della cosa data e la corresponsione del valore della cosa evitta, e l'art 1554 c.c. ai sensi del quale «salvo patto contrario le spese della permuta e le altre accessorie sono a carico di entrambi i contraenti in parti uguali». Entrambe le norme non sembrano tuttavia compatibili con la permuta avente ad oggetto criptovalute. Se il permutante che ha “scambiato” le criptovalute soffre l'evizione totale della cosa e dovrebbe scattare non l'art 1553 c.c. bensì il 1483 c.c. e quindi avrebbe diritto alla restituzione del prezzo, al risarcimento del danno e il rimborso delle spese fatte per il contratto ⁽⁴⁵⁾. Per quanto concerne l'art 1554 c.c., esso è dettato in ragione della circostanza che la compravendita si differenzia dalla permuta per il fatto che costituisce uno scambio di cosa contro cosa e non di cosa contro prezzo, ma le criptovalute nel contratto di permuta svolgono esattamente la funzione del “prezzo” visto che sono usate come mezzo di pagamento. Sotto il profilo causale quindi il contratto di scambio di cosa verso criptovaluta è assimilabile più alla compravendita che alla permuta perché la causa del contratto, «l'interesse che l'operazione contrattuale è diretta a realizzare» ⁽⁴⁶⁾, è più simile a quello della compravendita di “scambio di cosa contro prezzo” piuttosto che a quello della permuta di “scambio di cosa contro cosa”.

Secondo un'impostazione non potrebbe procedersi a considerare il contratto in questione come una vendita a causa del difetto di corso legale delle criptovalute ⁽⁴⁷⁾. Il problema si potrebbe aggirare facendo riferimento alla *datio in solutum* *ex art 1197 c.c.* ⁽⁴⁸⁾: il debitore estingue l'obbligazione, originariamente pattuita in euro tramite il trasferimento

⁽⁴⁵⁾ TORRENTE e SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, 23^a ed., Milano, 2017, p. 746.

⁽⁴⁶⁾ BIANCA, *Il contratto*, 3^o ed., Milano, 2019, p.409.

⁽⁴⁷⁾ MINUSSI, *Utilizzo quale sistema di pagamento nelle transazioni immobiliari con speciale riferimento alle contrattazioni immobiliari*, paragrafo contenuto nel capitolo *Diritto civile e processuale*, in *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, cit., p. 128 ss.

⁽⁴⁸⁾ Sulla natura giuridica della dazione in pagamento si veda BIANCA, *op. cit.*, p. 431 ss.

successivo di criptovalute ⁽⁴⁹⁾. Qualora ciò volesse essere fatto per la compravendita immobiliare sembra essere possibile l'applicazione della disciplina sul deposito del prezzo presso il notaio ⁽⁵⁰⁾.

Conferimento delle criptovalute a capitale sociale

Il tema della configurabilità del conferimento delle criptovalute a capitale sociale è stato oggetto di recenti pronunce da parte del Tribunale e della Corte d'Appello di Brescia.

Nel caso di specie una s.r.l. aveva deliberato un aumento di capitale a pagamento prevedendo che una parte di questo aumento venisse effettuato conferendo la valuta virtuale *OneCoin* e il notaio si era rifiutato di iscrivere la delibera nel registro delle imprese ⁽⁵¹⁾. A fronte del rifiuto, l'amministratore della società ha presentato ricorso al Tribunale ai sensi dell'art 2436 c.c. per ottenere l'ordine di iscrizione nel registro delle imprese della delibera di aumento.

L'aumento di capitale a pagamento nelle società di capitali si attua tramite l'effettuazione di nuovi conferimenti ⁽⁵²⁾ che per quanto concerne le s.r.l. è disciplinata dagli art. 2564 ss c.c.. Ai sensi dell'art 2564 c.c., co 2 «possono essere conferiti tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica», previsione che è indicativa della volontà del legislatore di consentire un'agevole formazione del capitale sociale che a sua volta è indicativa del *favor* per l'accesso al beneficio della limitata responsabilità ⁽⁵³⁾. Ovviamente la modalità ordinaria di effettuazione del conferimento è tramite il denaro, ma possono anche essere conferiti beni in natura o crediti. Per questi ultimi l'articolo 2465 c.c. prevede che debba essere presentata una relazione giurata da parte di un revisore legale o di una società di revisione legale che contiene: la descrizione dei beni o dei crediti, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e l'attestazione che il loro valore sia almeno pari a quello definito ai fini della determinazione del capitale ⁽⁵⁴⁾.

⁽⁴⁹⁾ PETRASSI, *op. cit.*, p. 43-44.

⁽⁵⁰⁾ MECENATE, *op.cit.*, p. 400-401.

⁽⁵¹⁾ MURINO, *Conferimento di criptoattività in società*, paragrafo contenuto nel capitolo *Diritto commerciale e finanziario*, in *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, cit., p. 203 ss.

⁽⁵²⁾ GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, diciottesima edizione, ristampa aggiornata 2013, p.398

⁽⁵³⁾ MERUZZI, *Complemento di diritto commerciale 2. Società di capitali e cooperative*, Milano, 2020, p. 7 e 283 ss.

⁽⁵⁴⁾ ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Comm.*, Schlesinger, Busnelli, (Artt. 2462-2474), Milano, 2010, p. 341 ss.

Le soluzioni fornite dal Tribunale e dalla Corte d'Appello per la fattispecie in esame, pur coincidendo per quanto riguarda il risultato pratico (la non conferibilità), divergono nettamente per quanto concerne il ragionamento e il metodo seguito.

Il Tribunale, aderendo alla tesi che vede nelle criptovalute un bene giuridico, non nega l'idoneità generale delle criptovalute ad essere oggetto di conferimento bensì contesta l'idoneità di quella particolare criptovaluta, *OneCoin*, ad essere «suscettibile di valutazione economica» ex art 2464 co 2 c.c.. Ricostruendo la funzione storica del capitale sociale, ossia quella di costituire garanzia per i creditori, sono idonei ad essere oggetto di conferimento quei beni che:

- sono idonei ad essere oggetto di valutazione in un dato momento storico;
- hanno un mercato di riferimento, requisito consequenziale a quello anzidetto;
- sono idonei ad essere oggetto di aggressione da parte dei creditori sociali.

Tutti questi elementi devono risultare dalla perizia di stima che, nel caso di specie, ad avviso del Tribunale «non presenta un livello di completezza ed affidabilità sufficiente», in quanto essa si limita ad indicare il valore nominale dei beni prendendoli dalle quotazioni di un sito. Inoltre, si tratta di una criptovaluta poco diffusa che risultava spendibile in un circuito assai stretto di soggetti, tant'è che il Tribunale parla di «carattere *prima facie* autoreferenziale dell'elemento attivo conferito»; manca inoltre un qualunque riferimento alle modalità di esecuzione di un eventuale pignoramento delle criptovalute ⁽⁵⁵⁾. L'analisi dell'utilità del conferimento viene effettuata dal punto di vista dei creditori sociali ritenendo la criptovaluta inidonea ad essere oggetto di conferimento perché inidonea ad essere oggetto di espropriazione. Secondo questa impostazione potrebbero quindi essere conferiti solo quei beni che possono essere oggetto di esecuzione forzata da parte dei creditori sociali ⁽⁵⁶⁾: viene qui posta in risalto la funzione di garanzia del capitale sociale. Tuttavia, tale orientamento deve ritenersi ormai superato, a favore della visione che concepisce il capitale sociale in una logica produttivistica, ossia quella di dotare la società dei mezzi necessari per il conseguimento dell'oggetto sociale ⁽⁵⁷⁾: le criptovalute non appaiono idonee ad assolvere

⁽⁵⁵⁾ Trib. Brescia, 18 luglio 2018, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, p. 736 ss.

⁽⁵⁶⁾ CHIERICI, *Aumento di capitale mediante conferimento in criptovalute: il problema della valutazione economica* in *Riv. dott. comm.*, 2019, p. 256 ss.; COAN e PALUDET, *op. cit.*, p. 792 ss.; la teoria del capitale-garanzia è stata sostenuta in passato da SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959, p. 214 ss e 335; GRECO, *Le società nel sistema legislativo italiano. Lineamenti generali*, Torino, 1959.

⁽⁵⁷⁾ A sostegno della tesi produttivistica del capitale sociale si segnalano PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Rivista delle società*, 1970, p. 33 ss; MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 2004, p. 12 ss; CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*, Milano, 2020, p. 179.

alla funzione produttivistica del capitale in sé considerate, bensì solo in seguito alla loro “trasformazione” in fattori produttivi di cui può beneficiare l’impresa⁽⁵⁸⁾. In questa logica l’inespropriabilità del bene oggetto di conferimento sarebbe del tutto irrilevante⁽⁵⁹⁾. Risulta a questo punto evidente come le criptovalute con un elevato *market cap*, con un elevato livello di commercializzazione, siano più idonee al conferimento rispetto a quelle meno diffuse⁽⁶⁰⁾.

Se appare corretta la decisione del Tribunale sul fatto che l’idoneità delle criptovalute ad essere oggetto di conferimento debba essere valutata caso per caso, ciò non si può dire per le premesse da cui parte il ragionamento del Tribunale, che andrebbe effettuato non tanto sulla base della valutazione economica degli *asset* in una logica di tutela dei creditori sociali bensì in relazione alla spendibilità o liquidità della criptovaluta in una logica produttivistica⁽⁶¹⁾.

La motivazione del Tribunale però non appare convincente neanche volendo aderire alla (superata) concezione garantistica del capitale sociale. I giudici di prima istanza frettolosamente affermano che, senza la spontanea collaborazione del debitore, non vi è modo di procedere ad esecuzione forzata sulla criptovaluta, nonostante soluzioni in questo senso siano prospettabili.

L’art 513 c.p.c. in tema di pignoramento mobiliare dispone quanto segue: «quando è necessario aprire porte, ripostigli, o recipienti [...] l’ufficiale giudiziario provvede secondo le circostanze, richiedendo, quando necessario, l’assistenza della forza pubblica». La norma, parlando di «porte, ripostigli, o recipienti», fa riferimento ad ipotesi in cui è necessario rimuovere ostacoli di natura fisica al pignoramento. Nel caso delle criptovalute bisogna accedere al *wallet* in cui sono detenute, bisogna di rimuovere un ostacolo di natura informatica. Una volta individuata la chiave privata è possibile procedere al trasferimento in un *wallet* creato *ad hoc* per la procedura.

Una seconda soluzione prospettabile a tutela dei creditori sociali sta nel richiedere un provvedimento cautelare d’urgenza *ex art 700 c.p.c.* (ad esempio si può ordinare la consegna della chiave privata) accompagnato da misure di coercizione indiretta *ex art 614 bis c.p.c.*. L’utilità del combinato disposto di questi due articoli sta che *ex art 669 sexies c.p.c.* il provvedimento cautelare può essere richiesto anche *inaudita altera parte*, evitando così che

⁽⁵⁸⁾ COAN e PALUDET, *op. cit.*, p. 792 ss

⁽⁵⁹⁾ PETRASSI, *op. cit.*, p.47.

⁽⁶⁰⁾ NATALE, *op. cit.*, p. 753 ss.

⁽⁶¹⁾ NATALE, *op. cit.*, p. 754 ss.

nelle more del procedimento le criptovalute possano essere oggetto di trasferimento in frode dei creditori ⁽⁶²⁾.

Una terza soluzione sarebbe l'utilizzare un *wallet multisig*, in cui per il trasferimento delle criptovalute sia necessaria la firma di una pluralità di chiavi private, nonché prevedere la creazione di firme speciali che possono autonomamente trasferire le criptovalute e dall'altro lato validare le transazioni effettuate da chi è in possesso delle chiavi ordinari. L'assegnazione di questa chiave privata speciale ad un soggetto terzo *super partes* (ad esempio un notaio) consentirebbe di evitare trasferimenti di criptovalute in danno dei creditori e di procedere al trasferimento delle cripto, mettendole a disposizione dei creditori nel momento in cui viene effettuato un pignoramento ⁽⁶³⁾.

Una quarta soluzione, adottata dalla società *Baig Research Centre* s.r.l., consiste nel concludere un contratto di deposito irregolare con un soggetto terzo avente ad oggetto le criptovalute e conferire a capitale il credito che si vanta nei confronti del depositario ⁽⁶⁴⁾.

La Corte d'Appello, al contrario del Tribunale, parte dall'assunto che la criptovaluta debba essere assimilata sul piano funzionale al denaro perché viene utilizzata come mezzo di scambio, seppur non universalmente, e pertanto ritiene non applicabili gli art 2464 e 2465 c.c. che sono al contrario dettati per il conferimento di beni in natura o crediti e pertanto non applicabili a "beni" che sono essi stessi elementi di scambio nella negoziazione. Siccome non esiste un sistema di cambio che permette di attribuire alla criptovaluta un controvalore certo in euro, non è possibile il suo conferimento a capitale perché non verrebbe correttamente individuato il *quantum* dell'aumento stesso ⁽⁶⁵⁾.

Tuttavia, anche il passaggio motivazionale della Corte d'Appello presta il fianco a delle critiche: innanzitutto è estremamente controversa la natura monetaria delle criptovalute. Inoltre, come è stato autorevolmente sostenuto in dottrina, quando il conferimento è effettuato in moneta non avente corso legale nello stato, si deve applicare la

⁽⁶²⁾ MURINO, *La responsabilità patrimoniale, il patrimonio (anche societario) costituito da asset digitali e il problema del pignoramento*, in *Banche, Intermediari e fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, cit., p. 400; CONSOLO, *Spiegazioni di diritto processuale civile*, vol. I, *Le tutele (di merito, sommarie ed esecutive) e il rapporto giuridico processuale*, Torino, 2019, p. 225; CANELLA, *Esecuzione forzata su criptovaluta: qualche idea e nessuna certezza*, paragrafo contenuto nel capitolo *Diritto civile e processuale*, in *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, cit., p. 195 ss.; per l'ammissibilità della tutela di cui all'art 614 bis c.p.c. nell'ambito del procedimento d'urgenza si veda Trib. Verona 9 marzo 2010, in *Giur. merito*, 2010, p. 1857 secondo cui l'ampia formulazione dell'art 614 bis c.p.c. consente l'applicazione a qualunque provvedimento avente contenuto condannatorio.

⁽⁶³⁾ COAN e PALUDET, *op. cit.*, p. 792 ss.

⁽⁶⁴⁾ PETRASSI, *op. cit.*, p. 47.

⁽⁶⁵⁾ App. Brescia, 30 ottobre 2018, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, p. 746 ss.

disciplina prevista per i conferimenti in natura ⁽⁶⁶⁾ (quindi nel caso delle s.r.l., si dovrà procedere con la perizia di stima *ex art 2464 e 2465 c.c.*), in quanto «si pone la necessità di verificare che il loro valore di mercato sia adeguato alla necessità di coprire un capitale ed un valore nominale espresso in moneta, il che palesemente richiede che i conferimenti siano stimati e che la stima sia controllata» ⁽⁶⁷⁾. Questo ragionamento dovrebbe valere a maggior ragione per le criptovalute la cui volatilità rende ancora più importante la verifica di cui sopra.

Sulla base di quanto sopra esposto e tenendo in considerazione le peculiarità delle criptovalute che presentano, talora le caratteristiche tipiche della moneta, talora le caratteristiche tipiche dei beni giuridici, si potrebbe astrattamente ipotizzare che, indipendentemente dalla tesi a cui si vuole accedere per quanto concerne la loro qualificazione, nel momento in cui sono oggetto di conferimento a capitale debbano in ogni caso essere oggetto della perizia di stima ⁽⁶⁸⁾: se son considerate beni giuridici l'obbligo di stima è *ex lege*, se sono assimilate alla moneta l'obbligo di stima deriverebbe dalla assimilazione, almeno sotto questo profilo, alla moneta non avente corso legale.

Rapporti fra *exchange* ed utenti

Un altro tema che merita di essere approfondito è quello relativo alla qualificazione del rapporto intercorrente fra utente e prestatori di servizi per le cripto-attività, chiamati nella terminologia anglosassone “*virtual asset service provider*”. Come già affermato *supra* è possibile distinguere tra i *wallet provider* che offrono solo il servizio di custodia dei *crypto-asset* e gli *exchange*, che abbinano anche il servizio di *trading* consentendo lo scambio di *crypto-asset* con altre cripto-attività oppure con valute fiat ⁽⁶⁹⁾.

I *virtual asset service provider*, rientrano innanzitutto nell'ampia categoria dei ISP (*Internet service provider*), ossia quei soggetti che offrono agli utenti la fornitura di servizi o prodotti inerenti ad Internet. Essi rispondono penalmente, civilmente e amministrativamente degli illeciti posti in essere in prima persona. I *virtual asset service provider* sono soggetti alle norme previste dal regolamento europeo n. 679/2018, c.d. GDPR e dal d. lgs. 196/2003, c.d. codice della *privacy* in materia di trattamento dei dati personali.

⁽⁶⁶⁾ PETRASSI, *op. cit.*, p. 47.

⁽⁶⁷⁾ SPOLIDORO, *I conferimenti in danaro*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Torino, 2004, p. 257-258.

⁽⁶⁸⁾ *ex art. 2343 c.c.*, se si tratta di un aumento di capitale di una s.p.a., *ex art 2465 c.c.*, se si tratta di un aumento di capitale di una s.r.l.:

⁽⁶⁹⁾ CALONI, *Deposito di criptoattività presso una piattaforma exchange: disciplina e attività riservate*, in *Giur. comm.*, I, 2020, p. 1078.

A ciò si aggiunge un ulteriore presidio normativo, la direttiva NIS 2016/1148, recepita in Italia con il d. lgs. 65/2018 che prevede, tra le altre cose, l'obbligo di predisporre adeguati assetti organizzativi e misure tecniche con l'obiettivo di gestire i rischi e ridurre l'impatto di incidenti informatici. La sicurezza informatica di queste piattaforme è estremamente importante, infatti il Tribunale di Firenze ha ritenuto responsabile il gestore della piattaforma che con il suo comportamento negligente ha determinato un ammanco di *crypto-asset* cagionando perdite patrimoniali ingenti ai suoi clienti ⁽⁷⁰⁾. Come è risultato dalla C.T.U. esso è stato determinato da una incapacità del *software* dell'*exchange* BitGrail di «gestire l'esito delle richieste di prelievo da parte degli utenti [...] inviando più volte richieste di prelievi di pari importo e generando così i prelievi multipli, in genere doppi» ⁽⁷¹⁾. Conseguentemente al riconoscimento del suo inadempimento e della sua responsabilità, la società BitGrail era tenuta a restituire il *tantundem eiusdem generis et qualitatis* delle criptovalute depositate (il Tribunale ha qualificato i *crypto-asset* in questione, *Nanocoin*, come un bene fungibile e il rapporto *exchange*-utente come un deposito irregolare) e non essendo essa in grado di far fronte alle sue obbligazioni ne è stato dichiarato il fallimento.

Il deposito *ex art 1766 c.c.* è «il contratto con il quale una parte riceve dall'altra una cosa mobile con l'obbligo di custodirla e di restituirla in natura». Si tratta di un contratto reale, quindi per la sua conclusione è necessaria la consegna delle cose oggetto del deposito ⁽⁷²⁾. È l'effettiva consegna che fa sorgere l'obbligo di restituzione ⁽⁷³⁾. Nel caso delle criptovalute, o criptoattività, se si vuole ragionare in termini più generali, deve ritenersi che il requisito della consegna, ovviamente impossibile fisicamente parlando, sia integrato dalla “consegna” delle chiavi private (codici informatici) al gestore dell'*exchange* ⁽⁷⁴⁾.

L'art 1782 c.c. introducendo la figura del deposito irregolare, afferma che «se il deposito ha per oggetto una quantità di denaro o di altre cose fungibili, con facoltà per il depositario di servirsene, questi ne acquista la proprietà ed è tenuto a restituirne altrettante

⁽⁷⁰⁾ GIORDANO, *Normativa sui prestatori di servizi relativi all'utilizzo*, paragrafo contenuto nel capitolo *Diritto civile e processuale*, in *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, cit., p. 172-179; Trib. Firenze, sez. fall., 21 gennaio 2019 in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, II, p. 385 ss.

⁽⁷¹⁾ Trib. Firenze, sez. fall., 21 gennaio 2019, cit., nota 70.

⁽⁷²⁾ TORRENTE e SCHLESINGER, *op. cit.*, p. 815.

⁽⁷³⁾ IVONE, *Del deposito*, in *Commentario del Codice civile*, diretto da Gabrielli, *Dei singoli contratti*, a cura di Valentino, Artt. 1655-1802, Torino, 2011, p. 771 ss.

⁽⁷⁴⁾ CALONI, *op. cit.*, p. 1087; sulla non necessità della consegna fisica del bene oggetto di deposito si segnala Cass., 12 marzo 2010, n. 6048 in *De Jure* secondo cui nel momento in cui un cliente consegna le chiavi dell'autovettura al vetturiere dell'albergo in cui alloggia si perfeziona il contratto di deposito con il sorgere di tutte le obbligazioni da esso derivanti. Analogamente, Cass., 25 novembre 2013, n. 26353, *ivi*, nell'ambito di un contratto di trasporto e custodia valori, ha affermato che la consegna delle chiavi della cassaforte al vettore determina il perfezionarsi di un ordinario contratto di deposito avente ad oggetto sia le chiavi che i valori immessi nella cassaforte.

della stessa specie e qualità». Affinché un deposito sia qualificabile come irregolare e quindi che il depositario ne acquisti la proprietà, è necessario che oggetto del contratto sia danaro o beni fungibili e che il depositario abbia la facoltà di servirsene ⁽⁷⁵⁾. La fungibilità è condizione necessaria ma non sufficiente per qualificare un deposito come irregolare: un deposito regolare può anche avere ad oggetto beni fungibili purché, come richiede la giurisprudenza, si proceda alla preventiva individuazione ⁽⁷⁶⁾.

Il Tribunale di Firenze ha ritenuto il rapporto intercorrente tra utenti ed *exchange* come scaturente da un contratto misto di *trading* e deposito, quest'ultimo ritenuto irregolare per una duplice ragione di motivi: la fungibilità dei *crypto-asset* oggetto di custodia e la facoltà del gestore della piattaforma di servirsi dei *crypto-asset* depositati, desunta dal fatto che il gestore detenesse le chiavi private per spostare le criptoattività e che le avesse trasferite tutte presso un unico indirizzo (circostanza quest'ultima che fa propendere anche per il carattere della fungibilità dei *crypto-asset* oggetto del deposito).

Questa ricostruzione della fattispecie è tuttavia contestabile in quanto pare difettare il potere di servirsi dei beni depositati in capo al gestore: innanzitutto non è enunciato nelle condizioni generali di contratto e la mera promiscuità delle cripto dei diversi utenti presso un indirizzo unico del gestore non è un elemento decisivo: può essere una mera circostanza accidentale che può sfociare addirittura in una patologia del contratto.

L'acquisto della proprietà da parte dell'*exchange* sarebbe inoltre disfunzionale all'interesse del depositante, il quale conclude il contratto non tanto perché ha interesse alla custodia dei beni e alla restituzione del *tantudem* (come nel caso del deposito bancario) bensì perché ha intenzione di svolgere l'attività di trading dei *crypto-asset*, la quale potrebbe essere ostacolata se la proprietà dei beni fosse acquistata dall'*exchange*. Non si capirebbe quale strumento negoziale impiegherebbe l'utente per scambiare *crypto-asset* di proprietà dell'*exchange* ⁽⁷⁷⁾.

La ricostruzione del Tribunale tratteggia una sorta di «modello bancario» ⁽⁷⁸⁾ della fattispecie in questione; infatti, il deposito irregolare trova la sua precipua applicazione in ambito bancario con il deposito bancario di cui all'art 1834 c.c. ⁽⁷⁹⁾.

⁽⁷⁵⁾ IVONE, *op. cit.*, p. 812 ss.

⁽⁷⁶⁾ CALONI, *op. cit.*, p. 1083; SCALISI, *Il contratto di deposito*, in *Comm.*, Schlesinger, Busnelli, (Artt 1766-1797), Milano, 2011, p. 233 ss.; IVONE, *op. cit.*, p. 776 ss.

⁽⁷⁷⁾ CALONI, *op. cit.*, p. 1087 ss.

⁽⁷⁸⁾ L'espressione è usata da CALONI, in, *op. cit.*, p.1084 ss.

⁽⁷⁹⁾ Sulla natura dibattuta del contratto di deposito bancario si segnala MAIMERI e PIERRI, *Dei contratti bancari*, in *Commentario del Codice civile*, diretto da Gabrielli, *Dei singoli contratti*, a cura di Valentino, Artt. 1803-1860, Torino, 2011, p. 299 ss.

Occorre pertanto interrogarsi se il «modello bancario» possa essere idoneo a qualificare il rapporto *exchange*-utenti.

Il contratto di deposito bancario assolve una duplice funzione: quella di custodia al pari di ogni contratto di deposito, rafforzata però dalla particolare affidabilità del depositario, e la funzione di credito nell'interesse della banca ossia di consentire la raccolta di risparmio tra il pubblico a sua volta funzionale all'esercizio del credito. Le due funzioni possono essere anche oggetto di bilanciamento: se il deposito è libero e quindi il cliente può chiedere in ogni momento la restituzione totale o parziale delle somme la funzione di custodia prevale sulla funzione di credito; al contrario, nel caso in cui il deposito sia vincolato e quindi non sia possibile chiedere la restituzione prima del termine convenuto, la funzione di credito prevale su quella di deposito ⁽⁸⁰⁾.

Se quindi il deposito bancario si inserisce e trova la sua causa nel contesto dell'attività bancaria ⁽⁸¹⁾, il deposito presso una piattaforma di *exchange* trova in generale la sua causa nel contesto dei servizi offerti dall'*exchange*, tendenzialmente servizi di *trading*, infatti il Tribunale di Firenze aveva ricostruito la fattispecie come un misto tra queste due tipologie di contratti.

Un ulteriore elemento di similitudine lo si ricava dalla formulazione del secondo comma dell'art 1834 c.c., in cui si disciplinano i successivi «versamenti» e «prelevamenti». Si tratta di un contratto in conto corrente e chi lo conclude può sempre effettuare successivi versamenti sempre nell'ambito dello stesso contratto; ciò non è possibile fare nel comune deposito irregolare, che ha ad oggetto una somma contrattualmente prevista, per cui se si vuole depositare un'altra somma, è necessario concludere un nuovo contratto ⁽⁸²⁾.

Questa possibilità è prevista anche nel caso di un “conto” ⁽⁸³⁾ aperto presso un *exchange*, in cui è sempre possibile il successivo deposito di *crypto-asset* senza la necessità di concludere un nuovo contratto. Nonostante un parallelismo sia astrattamente ipotizzabile, la disciplina prevista per i contratti bancari non è suscettibile di applicazione agli *exchange*, in quanto si tratta di una disciplina dettata *ad hoc* per gli istituti di credito in ragione della loro specialità e pertanto non applicabile neppure analogicamente.

⁽⁸⁰⁾ GALGANO, *Diritto commerciale. L'imprenditore*, Bologna, tredicesima edizione, ristampa aggiornata 2013, p.242.

⁽⁸¹⁾ CALONI, *op. cit.*, p. 1085.

⁽⁸²⁾ GALGANO, *op. cit.*, p. 242 ss.

⁽⁸³⁾ la terminologia utilizzata dagli *exchange* nel momento in cui si effettuano operazioni è molto simile a quella utilizzata in ambito bancario anche se ovviamente non si tratta di enti creditizi. *Binance*, ad esempio, consente il «deposito di *crypto*», e a titolo esemplificativo la possibilità di “depositare” monete fiat sul proprio conto è effettuata cliccando sul “comando” «deposito bancario».

Più convincente appare la ricostruzione della fattispecie a partire dalle similitudini con il mondo dei servizi di investimento; infatti, l'attività di *trading* degli *exchange* per come viene concepita presenta somiglianze non indifferenti con il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti definito dal TUF come: «la conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti»⁽⁸⁴⁾, si tratta dell'attività di acquisto o di vendita di titoli anche in nome proprio o per conto altrui tramite ad esempio un contratto di commissione. L'intermediario ricerca la controparte e lo strumento richiesto dal cliente, non impegna posizioni sui proprie e gli effetti dell'operazione non ricadono quindi sul suo patrimonio⁽⁸⁵⁾. Il corrispettivo per il servizio prestato si ha nella provvigione che il cliente corrisponde al *broker*⁽⁸⁶⁾. Alcuni *exchange*, offrono come servizio, ad esempio anche l'equivalente della negoziazione per conto proprio ossia «l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari in contropartita diretta»⁽⁸⁷⁾ con lo scopo di realizzare una differenza fra il prezzo di acquisto e quello di vendita⁽⁸⁸⁾.

In una prospettiva di questo tipo il contratto di deposito e quello di *trading* sono tra di loro collegati e coordinati e con essi le parti perseguono un risultato economico unitario e complesso, in cui il contratto di deposito è ancillare e subordinato a quello di *trading*. L'unitarietà del negozio impone che la gratuità o non gratuità del deposito debba essere globalmente considerata: accade infatti che, nonostante il servizio di deposito sia pubblicizzato come gratuito, esso sia in realtà a titolo oneroso in quanto remunerato dalle commissioni che spettano all'*exchange* per il servizio ulteriore che offre.

La questione non è di secondaria rilevanza in quanto la gratuità o meno del deposito influisce sul grado di diligenza richiesta al depositario nell'esecuzione del contratto: il depositario, in caso di onerosità del deposito deve custodire la cosa usando la diligenza del buon padre di famiglia *ex art 1768 c.c.*, diligenza da valutarsi *ex art 1176 c.c.* con riguardo alla natura dell'attività professionale esercitata; laddove il deposito sia invece a titolo gratuito «la responsabilità per colpa è valutata con minor rigore» *ex art 1768, co 2 c.c.*

A questo punto il contratto di deposito deve ritenersi sussumibile nella fattispecie di cui all'art 1838 c.c. ossia il contratto di deposito di titoli in amministrazione⁽⁸⁹⁾.

Nonostante codicisticamente parlando esso rientri tra i contratti bancari è ormai un

⁽⁸⁴⁾ Art 1 co 5 *septies.1* TUF.

⁽⁸⁵⁾ ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, p. 116; GUACCERO e CIOCCA, *Servizi e attività di investimento*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, Torino, 2020, p. 134.

⁽⁸⁶⁾ COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2020, p. 130.

⁽⁸⁷⁾ Art 1 co. 5 *bis* TUF.

⁽⁸⁸⁾ COSTI, *op. cit.* 130.

⁽⁸⁹⁾ CALONI, *op. cit.*, p. 1090 ss.

dato acquisito in giurisprudenza che esso possa essere valutato come un servizio accessorio di investimento e quindi soggetto, oltre che alle regole dettate dal c.c. e dal TUB, alla disciplina prevista dal TUF in materia di servizi di investimento ⁽⁹⁰⁾.

L'altra "metà del cielo" del rapporto, ossia quella relativa al servizio di *trading* offerto dall'intermediario che, come detto *supra*, è assimilabile all'esecuzione di ordini per conto dei clienti, può essere fatta rientrare nello schema del contratto di commissione di cui all'art 1731 c.c. che si configura come un «mandato che ha per oggetto l'acquisto o la vendita di beni per conto del committente e in nome del commissionario» ⁽⁹¹⁾.

La tesi da ultima esposta appare la più convincente. Infatti, come si approfondirà nel proseguo (ma la questione merita comunque un accenno in questa sede), il regolamento MiCA, che detta requisiti uniformi a livelli unionale per la prestazione di servizi per le cripto-attività, interverrà sulla questione, prevedendo all'art 60 una presunzione di equivalenza fra i servizi per le cripto-attività e i servizi di investimento previsti da MiFID II ⁽⁹²⁾.

Occorre tenere in considerazione però che la disciplina relativa ai servizi di investimento è applicabile agli strumenti finanziari e che i *crypto-asset*, a meno che non si stia parlando di *security token* ⁽⁹³⁾, non coincidono con essi anche se le loro caratteristiche di finanziarietà sono difficilmente negabili. Si pone a questo punto il tema della applicabilità delle norme dettate dal TUF per gli strumenti finanziari alle criptovalute o, parlando più genericamente, ai *crypto-asset*.

Applicabilità delle norme del TUF ai *crypto-asset*

Il fenomeno del *fintech*, ossia l'innovazione finanziaria abilitata dalle tecnologie digitali, ho portato, come già accennato *supra*, all'emersione di questa nuova categoria di *asset*, i *crypto-asset*, sulla cui qualificazione ci si è già parzialmente soffermati, dal "contenuto giuridico" incerto. Questa nuova tipologia di *asset*, pur presentando similitudini col mondo finanziario "tradizionale", sono sconosciuti all'impianto del TUF e della direttiva

⁽⁹⁰⁾ MAIMERI e PIERRI, *op. cit.*, p.299 ss.

⁽⁹¹⁾ Cit. art. 1731 c.c.; ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 118.; favorevole alla sussunzione della fattispecie concreta nelle norme che disciplinano il mandato è DE STASIO, *Prestazione di servizi di portafoglio digitale relativi alla valuta virtuale "Nanocoin" e qualificazione del rapporto tra prestatore e utente*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, II, p. 399 ss.

⁽⁹²⁾ PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra mifidizzazione della MiCA e tokenizzazione della Mifid*, Torino, 2023, p. 13.

⁽⁹³⁾ Ad essi si applicano le norme del TUF in quanto sono per definizione degli strumenti finanziari, con la differenza che rispetto a quelli "tradizionali" sono emessi mediante l'utilizzo di una tecnologia a registro distribuito. Il legislatore europeo è intervenuto sul punto con il regolamento 2022/858, c.d. DLT PILOT, implementato in Italia dal decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25, convertito in legge con la legge di conversione 10 maggio 2023, n. 52.

MiFID II, e pertanto è necessario interrogarsi se, e in quali limiti, le norme oggi vigenti possano e debbano essere ad essi applicate ⁽⁹⁴⁾.

L'art 1 co. 2 TUF definisce gli strumenti finanziari come «qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'Allegato I». Si tratta pertanto di una elencazione tendenzialmente chiusa, logica seguita anche dal legislatore europeo con la direttiva MiFID II. Chiusura che tuttavia deve ritenersi più apparente che reale, in quanto i termini impiegati per definire i singoli strumenti finanziari sono molto ampi e si fa anche riferimento a sottocategorie a loro volta includenti una pluralità di *asset*: i valori mobiliari comprendono più strumenti tra loro diversi, gli strumenti del mercato monetario *idem*, senza contare l'ampissima categoria degli strumenti finanziari derivati, destinata ad «approfondirsi man mano che la fantasia degli operatori economici (o degli “ingegneri finanziari”) darà alla luce nuove tipologie» ⁽⁹⁵⁾. È inoltre prevista all'art 15 co. 5 TUF la possibilità per il Ministro dell'economia e delle finanze di individuare nuove categorie di strumenti finanziari, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e al fine di adattare l'ordinamento finanziario alle norme di derivazione unionale ⁽⁹⁶⁾. All'interno degli strumenti finanziari è possibile distinguere fra gli strumenti finanziari derivati e quelli diversi da quelli derivati; tra quest'ultimi si annoverano a titolo di esempio:

- i valori mobiliari: sono definiti dall'art 1 co. 1 *bis* TUF come «categorie di valori che possono essere negoziate sul mercato dei capitali», a cui segue una elencazione esemplificativa ma che in realtà deve ritenersi esaustiva siccome la nozione di “valore mobiliare” ruota attorno alla dicotomia azione-obbligazione;
- gli strumenti del mercato monetario: sono definiti dall'art 1 co. 1 *ter* come «categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario» tra cui buoni del tesoro, carte commerciali e certificati di deposito;
- le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), ossia di fondi comuni d'investimento, Sicav e Sicaf.

Queste tre tipologie di strumenti sono emblematiche perché salta all'occhio una caratteristica tipica degli strumenti finanziari: la negoziabilità. In alcuni casi pare sufficiente l'astratta idoneità alla negoziazione (i valori mobiliari «possono essere negoziati»), in altri sembra essere necessaria che sia già presente (gli strumenti del mercato monetario sono

⁽⁹⁴⁾ SCIARRONE ALIBRANDI, *Il testo unico finanziario alla prova del fintech*, in *Il testo unico finanziario*, cit., p. 30 ss.

⁽⁹⁵⁾ cit. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Il testo unico finanziario*, cit., 2020, p. 97

⁽⁹⁶⁾ ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 104 ss.

«normalmente negoziati»), in altri ancora essa è presupposta (le quote degli OICR essendo rappresentate da azioni o certificati di partecipazioni sono *in re ipsa* idonee alla negoziabilità, e, discorso analogo, può farsi in relazione ai derivati, le cui definizioni sottintendono un'attività di scambio e negoziazione). Al di là delle differenze terminologiche in sede di definizione ciò che rileva è l'idoneità alla negoziazione ⁽⁹⁷⁾.

La stessa nozione di negoziabilità non è di facile individuazione in quanto la legge fa riferimento al «mercato dei capitali» senza tuttavia specificare se debbano considerarsi i mercati regolamentati e le altre *trading venue* disciplinate dal TUF e da MiFID II oppure più in generale se ciò che conta è l'idoneità a formare oggetto di transazioni sul mercato genericamente inteso. La non definizione da parte del legislatore, la non disciplina di tale mercato e la non necessità che il trasferimento debba farsi secondo regole o procedure formali fanno propendere per la seconda soluzione ⁽⁹⁸⁾.

Altra nozione centrale all'interno del TUF è quella di “prodotto finanziario”; sono definiti dall'art 1 co. 1 lett. *u* come «gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento avente natura finanziaria». La nozione di prodotto finanziario è quindi più ampia di quella di strumento finanziario in quanto questi ultimi sono compresi nei primi.

Affinché si possa parlare di natura finanziaria è necessaria la compresenza di tre elementi: l'impiego di capitale, una promessa o aspettativa di rendimento e un rischio correlato all'impiego di capitale ⁽⁹⁹⁾. Costituisce un prodotto finanziario una posizione contrattuale in cui a fronte di un bene presente (tipicamente il denaro), si ottiene una posizione funzionale ad ottenere un bene futuro la cui entità dipende da vari fattori ⁽¹⁰⁰⁾.

Ciò che quindi conferisce ad un bene o un rapporto natura finanziaria può sia essere la conformazione stessa del rapporto, (c.d. “finanziarietà intrinseca”), sia derivare dal contesto in cui il bene o servizio è offerto, (c.d. “finanziarietà estrinseca”). A ben vedere questa terminologia è fuorviante perché in realtà, la caratteristica della finanziarietà è data sempre dall'aspettativa di rendimento a fronte dell'impegno di capitale (non esiste nel mondo reale un bene che sia in sé finanziario); tuttavia, essa è funzionale a mettere in luce la differenze tra strumento e prodotto finanziario: il primo “nasce” con questi tre fattori, che sono connaturati ad esso, il prodotto finanziario può divenire tale a fronte del contesto in cui è offerto. Può pertanto accadere che un bene o un rapporto che non sia intrinsecamente

⁽⁹⁷⁾ PATRIARCA, *op. cit.*, p. 67 ss.

⁽⁹⁸⁾ ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 109 ss.

⁽⁹⁹⁾ CONSOB, *Comunicazione n. 0385340*, 28 aprile 2020, rinvenibile al sito:

<https://www.consob.it/documents/1912911/1979253/c0385340.pdf/247e8990-af6f-7da7-1752-036b74b27753>.

⁽¹⁰⁰⁾ COSTI, *op. cit.*, p. 13.

finanziario divenga tale allorquando il contesto in cui è offerto ne fa emergere la finalità speculativa ⁽¹⁰¹⁾.

Ad inaugurare la qualificazione delle criptovalute alla luce degli strumenti/prodotti finanziari era stato il Tribunale di Verona, che aveva definito il *bitcoin* come «strumento finanziario utilizzato per compiere una serie di particolari forme di transazioni *online*», e aveva di conseguenza ritenuto applicabili le norme del Codice del Consumo in tema di commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori, con conseguente dichiarazione di nullità del contratto per mancato rispetto degli art 67 ss del Codice del Consumo in materia di informativa precontrattuale ⁽¹⁰²⁾.

Se la qualificazione di *bitcoin* da parte del giudice scaligero non è supportata da alcuna motivazione e anzi (posto che i *crypto-asset* non rientrano nell'elencazione degli strumenti finanziari) è contestabile, altrettanto non può dirsi della possibile sussunzione all'interno della categoria dei prodotti finanziari allorquando esso «assume la funzione (si legga causa concreta) di strumento d'investimento» e presenta i tre elementi tipici della finanziarietà ⁽¹⁰³⁾.

Questa visione è stata fatta propria dalla Corte di Cassazione in una recente sentenza in cui ha affermato che qualora i *bitcoin* siano acquistati con finalità d'investimento, ossia quando assume la causa concreta di strumento d'investimento, e quindi di prodotto finanziario, va disciplinato secondo le norme dettate dal TUF ⁽¹⁰⁴⁾. La conclusione dei giudici di ultima istanza è condivisibile nei risultati ma presta il fianco a critiche per il metodo seguito: ad avviso della Suprema Corte è la «causa concreta» della singola operazione a determinare la qualificazione come prodotto finanziario; tuttavia, dovrebbe essere non l'opportunità di speculazione a determinare la finanziarietà del bene che è lo stato di fatto del bene, l'interesse tipico della comunità all'acquisto di un determinato bene in un determinato momento storico che può anche cambiare nel corso del tempo: oggigiorno l'interesse tipico sottostante all'acquisto di *bitcoin*, è legato non alla volontà di dotarsi di un

⁽¹⁰¹⁾ CIAN, *Noterelle su finanziarietà e non finanziarietà nei crypto-asset: la Suprema Corte sulla natura del servizio di exchange*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, II, p. 3 ss; ad esempio, nel caso oggetto della comunicazione Consob di cui alla nota 99 la questione riguardava il chiarimento sulla qualificazione di un'operazione immobiliare attinente alla compravendita di nuda proprietà ed è stato ritenuto che si trattasse di un'offerta di un prodotto finanziario.

⁽¹⁰²⁾ Trib. Verona 24 gennaio 2017, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, p. 467 ss.

⁽¹⁰³⁾ PASSARETTA, *Bitcoin: il leading case italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, p. 471 ss da cui è tratta la cit..

⁽¹⁰⁴⁾ Cass., 10 novembre 2021, n. 4437, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, II, p. 1 ss.

mezzo di pagamento, bensì, a fronte delle oscillazioni di valore, di speculare su tali oscillazioni ⁽¹⁰⁵⁾.

In conclusione, i *crypto-asset*, non rientrando nell'elenco di cui all'Allegato I sezione C del TUF, non possono essere qualificabili come strumenti finanziari. Non è esclusa tuttavia la loro riconducibilità alla nozione di prodotto finanziario laddove siano rinvenibili elementi di finanziarietà. Relativamente ai *crypto-asset* denominati *security token* bisogna precisare però che il problema non si pone in quanto essi sono per definizione strumenti finanziari, con la differenza che sono *tokenizzati*, ossia emessi tramite il ricorso alla tecnologia DLT. Ad essi sono applicabili *in re ipsa* le norme del TUF oltre a quelle specifiche dettate dal Reg. 2022/858 (DLT PILOT) e del d. l. 17 marzo 2023 n. 25, convertito in legge il 10 maggio 2023.

⁽¹⁰⁵⁾ CIAN, *op. cit.*, p. 3 ss.

CRYPTO-ASSET QUALIFICABILI COME STRUMENTI FINANZIARI

Il Regolamento DLT PILOT: quadro generale

Nell'affrontare la questione dei *crypto-asset* qualificabili come strumenti finanziari, i c.d. *security token*, ai sensi della direttiva MiFID II, il legislatore europeo ha deciso di muoversi essenzialmente lungo tre direttrici principali ⁽¹⁾.

Innanzitutto, è stata presa in considerazione la possibilità di affrontare la questione tramite atti non legislativi, di *soft law*, linee-guida della Commissione, comunicazioni interpretative e Q&A dell'ESMA. Queste misure non legislative dovrebbero fornire:

- chiarimenti sulle condizioni e criteri sulla base dei quali un *crypto-asset* è qualificabile come un determinato strumento finanziario piuttosto che un altro;
- condizioni e criteri in base ai quali una piattaforma di *trading* di *crypto-asset* sia qualificabile come *trading venue* ai sensi di MiFID II;
- linee guida sull'applicazione delle norme sul prospetto informativo;
- indicazioni sull'applicazione della disciplina relativa alla fase di post-negoziazione degli strumenti finanziari.

Un approccio di questo tipo consentirebbe un discreto livello di armonizzazione, manterrebbe inalterata la tutela degli investitori perché la normativa primaria applicabile rimarrebbe quella prevista da MiFID II e MiFIR, una maggiore flessibilità perché in una situazione in continua evoluzione gli atti di *soft law* sono più adatti degli atti imperativi a governare determinati fenomeni anche solo per il fatto che possono essere costruiti *ad hoc* per fronteggiare determinate questioni con rapidità. Tuttavia, di contro, non essendo atti d'imperio sta poi ai singoli stati e alle singole autorità di vigilanza decidere se dar seguito a questi atti di *soft law*.

La seconda opzione presa in considerazione dalla Commissione è prevedere specifici emendamenti alla legislazione vigente, per consentire lo sviluppo della tecnologia DLT nel mondo dei mercati finanziari. Se da un lato si consentirebbe maggior chiarezza sulla normativa applicabile, maggior protezione per gli investitori e maggior stabilità al sistema, dall'altro gli emendamenti necessari sarebbero di difficile individuazione, potrebbero

⁽¹⁾ Le considerazioni che seguono sono tratte dalla valutazione di impatto del regolamento MiCA in cui si discute anche della creazione di un regime pilota per i *crypto asset* qualificabili come strumenti finanziari. EUROPEAN COMMISSION, *Commission staff working document. Impact assessment. Accompanying the document. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets and amending Directive (EU) 2019/1937*, 24 settembre 2020, p. 35-36 e 45-51, il documento è rinvenibile al sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020SC0380>.

risultare incoerenti con l'impianto generale del sistema e l'eventuale loro modifica richiederebbe tempi non indifferenti.

La terza opzione sarebbe creare un regime sperimentale per le infrastrutture di mercato DLT. Oltre ad essere un ottimo esperimento normativo in questo ambito, faciliterebbe l'emersione di un mercato secondario degli strumenti finanziari DLT, renderebbe più competitiva l'area unionale rispetto ad altre giurisdizioni. Potrebbe però difettare della flessibilità necessaria per regolare un ambito in continua evoluzione come questo.

Siccome le tre opzioni sono tra di loro complementari e l'una non esclude l'altra, il legislatore europeo ha optato per una combinazione delle tre e il regime pilota è stato realizzato con il Regolamento 2022/858 il quale ha apportato modifiche ai Regolamenti 600/2014 (MIFIR), 909/2014 (CSDR) e alla direttiva 2014/65/UE (MiFID II). Il Regolamento DLT PILOT si applica a partire dal 23 marzo 2023 ed entro il 24 marzo 2026 l'ESMA dovrà presentare alla commissione una relazione che fornisce un bilancio sul regime pilota sulla base del quale le istituzioni europee decideranno se prorogarlo, modificarlo o sopprimerlo ⁽²⁾. L'ESMA dovrà inoltre presentare relazioni intermedie annuali al fine di fornire informazioni ai partecipanti al sistema, chiarimenti sull'applicazione del Regolamento e aggiornare le indicazioni precedentemente fornite in base all'evoluzione della tecnologia a registro distribuito ⁽³⁾.

Il Regolamento in questione stabilisce requisiti per le infrastrutture di mercato DLT e per i loro gestori, per disciplinare la negoziazione dei *security token*, ossia quei *crypto-asset* qualificabili come strumenti finanziari che però sono emessi tramite la tecnologia DLT. Questa operazione è stata resa possibile con la modifica della direttiva 2014/65/UE (MiFID II) tramite la previsione espressa della possibilità di emettere strumenti finanziati per mezzo della tecnologia DLT ⁽⁴⁾. Si sta trattando degli strumenti finanziari *tokenizzati* ossia rappresentati da *token*. Il riconoscimento esplicito che la tecnologia a registro distribuito possa essere utilizzata per emettere strumenti finanziari consente che questi ultimi possano essere negoziati sui mercati al pari di quelli "tradizionali".

Uno dei punti fermi su cui si basa il Regolamento è che il *trading* e la gestione degli strumenti finanziari *tokenizzati* non possa avvenire al di fuori delle infrastrutture di mercato

⁽²⁾ Art 14 Reg. 2022/858 e *Considerando* n. 53.

⁽³⁾ Art 15 Reg. 2022/858 e *Considerando* n. 52.

⁽⁴⁾ Art 18 Reg. 2022/858; il nuovo punto 15 del paragrafo 1 dell'art 14 della direttiva 2014/65/UE (MiFID II) recita: «"strumento finanziario": qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'allegato I, *compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito*» (corsivo aggiunto).

introdotte dal Regolamento stesso, escludendo pertanto le tradizionali infrastrutture di mercato disciplinate direttamente dalla direttiva MiFID II. Non appare pertanto possibile, ad esempio, la negoziazione di *security token* all'interno di un mercato regolamentato. Resta comunque possibile l'effettuazione di transazioni *over-the-counter* ⁽⁵⁾.

Le tre infrastrutture di mercato previste e disciplinate dal Regolamento sono gli MTF DLT, gli SS DLT e i TSS DLT e sono previsti dei limiti per quanto riguarda la negoziazione e la registrazione. Innanzitutto deve trattarsi solo ed esclusivamente di strumenti finanziari emessi e registrati tramite l'utilizzo della tecnologia a registro distribuito ⁽⁶⁾ a cui si aggiungono requisiti qualitativi e quantitativi: deve trattarsi o di azioni il cui emittente ha una capitalizzazione di mercato inferiore a 500 milioni di euro, ovvero di obbligazioni, altre forme di debito cartolarizzato, strumenti del mercato monetario con un'entità di emissione inferiore a 1 miliardo di euro, ovvero quote di OICR il cui valore di mercato delle attività gestite sia inferiore a 500 milioni di euro. Sono espressamente esclusi quegli strumenti finanziari che incorporano uno strumento derivato o una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio correlato ⁽⁷⁾. Si pone a questo punto anche il tema di quale regime applicare a quegli strumenti finanziari esclusi dall'ambito di applicazione del Regolamento DLT PILOT ⁽⁸⁾.

A queste limitazioni concernenti i singoli strumenti finanziari se ne aggiunge un'ulteriore che riguarda il valore totale della capitalizzazione degli strumenti finanziari negoziati o registrati presso una piattaforma DLT: tale valore non deve superare i 6 miliardi di euro al momento dell'ammissione o registrazione. Qualora l'ammissione o la registrazione di un nuovo strumento finanziario dovesse determinare il superamento di questa soglia, l'ammissione o la registrazione dovrebbe essere rifiutata. Il valore aggregato medio degli strumenti deve essere calcolato mensilmente e, oltre ad essere usato come riferimento per verificare se l'ammissione di un nuovo strumento determinerebbe il superamento della soglia di 6 miliardi di euro di cui *supra*, se supera i 9 miliardi di euro il gestore dell'infrastruttura di mercato ha l'obbligo di attivare la «strategia di transizione» ⁽⁹⁾, di cui all'art 7 par. 7 del Regolamento, che consente di passare dall'utilizzo di infrastrutture

⁽⁵⁾ ANNUNZIATA, CHISARI e AMENDOLA, *DLT-based trading and EU capital markets legislation: state of the art and perspectives under the DLT PILOT regime*, in BOCCONI, *Legal studies research paper series*, gennaio 2023, p. 4; il *paper* è rinvenibile al sito: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4344803.

⁽⁶⁾ Considerando n. 8 Reg. 2022/858.

⁽⁷⁾ Art 3 Reg. 2022/858.

⁽⁸⁾ ANNUNZIATA, CHISARI e AMENDOLA, *op. cit.*, p. 4.

⁽⁹⁾ Art 3 Reg. 2022/858.

di mercato DLT a infrastrutture tradizionali oppure di cessare l'attività. La strategia di transizione è elaborata da ciascun gestore dell'infrastruttura, è aggiornata su base continuativa previa approvazione dell'autorità, e stabilisce le modalità di trattamento dei membri, dei partecipanti, degli emittenti e dei clienti ⁽¹⁰⁾.

La previsione dei limiti anzidetti risponde perfettamente alla logica del legislatore di voler testare un regime pilota e di preservare «un livello elevato di tutela degli investitori, integrità del mercato, stabilità finanziaria e trasparenza, ed evitando l'arbitraggio normativo» ⁽¹¹⁾.

Per poter gestire una infrastruttura DLT è necessario una autorizzazione specifica e la relativa richiesta deve contenere ⁽¹²⁾:

- un piano aziendale del richiedente: le modalità con cui viene svolto il servizio, le regole dell'infrastruttura di mercato ossia le norme che definiscono diritti, obblighi, competenze e responsabilità del gestore, dei partecipanti, degli emittenti e dei clienti oltre a indicare criteri per la partecipazione, il diritto applicabile, il foro competente ed eventuale meccanismo precontenzioso di risoluzione delle controversie; tutte le informazioni richieste devono inoltre essere messe a disposizione del pubblico;
- informazioni sulla tipologia di strumenti finanziari negoziati o registrati ⁽¹³⁾, sulla tipologia di tecnologia a registro distribuito utilizzata (*permissioned* ⁽¹⁴⁾, *permissionless* ⁽¹⁵⁾, privata ⁽¹⁶⁾ o pubblica ⁽¹⁷⁾) e sul funzionamento di essa (ad esempio occorre indicare il meccanismo di validazione delle transazioni, le regole di accesso al registro, le regole di partecipazione dei nodi di validazione);
- informazioni relative a dispositivi informatici e cibernetici utilizzati in relazione alla tecnologia DLT utilizzata;
- informazioni sui dispositivi utilizzati per registrare e proteggere i fondi, le garanzie reali o gli strumenti finanziari DLT dei membri, ad esempio;

⁽¹⁰⁾ Art 7 par. 7 Reg. 2022/858.

⁽¹¹⁾ *Considerando* n. 6 Reg. 2022/858.

⁽¹²⁾ ESMA, *Orientamenti relativi a moduli standard per la presentazione di domande di autorizzazione a gestire un'infrastruttura di mercato DLT*, p. 14 ss le quali esplicitano in maniera dettagliata i requisiti supplementari per le infrastrutture DLT indicate dall'articolo 7 del Regolamento. Da tali orientamenti sono altresì tratte le definizioni di cui alle note 13-14-15-16. Essi sono rinvenibili al sito:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA70-460-213_DLTR_GLS_on_application_standard_forms_formats_templates_IT.pdf.

⁽¹³⁾ Azioni, obbligazioni o quote di OICR.

⁽¹⁴⁾ Soltanto alcuni dei partecipanti possono svolgere determinate funzioni (ad esempio la convalida delle transazioni).

⁽¹⁵⁾ Qualsiasi partecipante può svolgere qualsiasi funzione.

⁽¹⁶⁾ Possono aderire al protocollo soltanto partecipanti selezionati.

⁽¹⁷⁾ Chiunque può aderire al protocollo.

- misure di tutela degli investitori tra cui ad esempio l'indicazione dei dispositivi che garantiscono tale tutela;
- la strategia di transizione che deve essere attivata in caso di superamento dei limiti di capitalizzazione di cui *supra* e qualora venga revocata l'autorizzazione o l'esenzione concessa, oppure qualora si verifichi una cessazione volontaria o involontaria dell'attività⁽¹⁸⁾;
- eventuali esenzioni da requisiti richiesti dal "diritto comune" dei mercati finanziari, determinate dall'utilizzo della tecnologia a registro distribuito, accompagnate dalla motivazione di tali esenzioni, dalla dimostrazione del fatto che l'esenzione è proporzionata e giustificata dall'utilizzo della tecnologia DLT e che non si estende ad altre infrastrutture di mercato gestite dal richiedente. Occorre inoltre che vengano rispettate le eventuali misure compensative richieste dall'autorità affinché la *ratio* delle disposizioni generali derogate sia comunque rispettata. Il legislatore unionario è consapevole che alcuni vincoli giuridico-finanziari costituiscono un ostacolo allo sviluppo della tecnologia DLT applicata alla finanza, e pertanto prevede la possibilità di un'esenzione purché avvenga nel rispetto dei summenzionati limiti e principi⁽¹⁹⁾.

Entro 30 giorni lavorativi dal ricevimento della domanda, se quest'ultima è incompleta, l'autorità fissa un termine entro il quale il richiedente dovrà fornire le informazioni supplementari o mancanti e, entro 90 giorni dal ricevimento della domanda completa, decide se concedere o meno l'autorizzazione. Al ricorrere dei presupposti l'autorizzazione deve ritenersi un atto dovuto in quanto essa deve essere negata qualora sussistano motivi che fanno ritenere che:

- ci siano rischi significativi per la tutela degli investitori, l'integrità del mercato o la stabilità finanziaria ed essi non siano affrontati o mitigati adeguatamente dal richiedente;
- l'autorizzazione specifica richiesta e le esenzioni richieste abbiano la finalità di eludere la normativa legale o regolamentare "ordinaria";

⁽¹⁸⁾ Art. 7, par. 7, Reg. 2022/858.

⁽¹⁹⁾ AMATO e BENVENUTO, *Regolamento DLT: il regime pilota UE sulle nuove infrastrutture di mercato*, 8 luglio 2022, rinvenibile al sito: <https://www.dirittobancario.it/art/regolamento-dlt-il-regime-pilota-ue-sulle-nuove-infrastrutture-di-mercato/>, p. 2.

- il gestore dell'infrastruttura non sarà in grado di rispettare, o di far rispettare, le disposizioni del diritto unionale o nazionale dettate per il settore finanziario ⁽²⁰⁾.

La durata dell'autorizzazione e delle esenzioni è pari a 6 anni; le ragioni di una durata così elevata, sta nel consentire ai gestori delle infrastrutture di potersi adattare all'eventuale modifica del regime pilota ⁽²¹⁾.

La revoca dell'autorizzazione specifica o di una qualsiasi esenzione concessa può essere effettuata qualora ⁽²²⁾:

- nell'attività del gestore dell'infrastruttura o nel funzionamento della tecnologia a registro distribuito sia stato rilevato un vizio che rappresenta un pericolo per la tutela degli investitori, l'integrità del mercato o la stabilità finanziaria e tale vizio è preponderante rispetto ai vantaggi che offre l'utilizzo della tecnologia DLT;
- il gestore abbia violato le condizioni legate alle esenzioni;
- il gestore abbia ammesso alla negoziazione strumenti finanziari diversi da quelli ammessi *ex art 3* paragrafo 1 (azioni, obbligazioni, quote di OICR);
- siano state superate le soglie di capitalizzazione massima di cui *supra ex art 3* paragrafo 2;
- in caso di superamento delle soglie predette, non sia stata attivata la strategia di transizione;
- il gestore dell'infrastruttura abbia ottenuto l'autorizzazione in base a informazioni fuorvianti o di un'omissione sostanziale.

La revoca dell'autorizzazione specifica può altresì essere conseguenza della revoca dell'autorizzazione generale rilasciata al gestore dell'infrastruttura (es. a una SIM che gestisce un MTF DLT viene revocata l'autorizzazione alla prestazione dei servizi di investimento).

Una delle intenzioni del legislatore è quella di non limitare l'accesso al regime pilota ai soli operatori di mercato esistenti bensì aprire la possibilità anche a nuovi soggetti di gestire le infrastrutture DLT: un soggetto non autorizzato ai sensi della direttiva MiFID II o del Regolamento sui depositari centrali di titoli può presentare domanda, sia ai sensi di tale normativa, sia ai sensi del regolamento DLT PILOT, e in tal caso «l'autorità competente non

⁽²⁰⁾ Art. 8-9-10 e *considerando* 46, Reg. 2022/858.

⁽²¹⁾ *Considerando* n. 48, Reg. 2022/858.

⁽²²⁾ Art. 8-9-10 e *considerando* 49, Reg. 2022/858.

dovrebbe valutare se tale soggetto soddisfi i requisiti [...] per i quali è stata richiesta un'esenzione»⁽²³⁾.

Sistema multilaterale di negoziazione DLT

La prima infrastruttura di mercato prevista dal regolamento DLT PILOT è l'MTF DLT. Un sistema multilaterale di negoziazione (in inglese *Multilateral Trading Facility*) introdotto dalla prima direttiva MiFID è assimilabile sul piano strutturale, al mercato regolamentato e, *ex art. 1, co. 5 octies*, TUF, è «gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita relativi a strumenti finanziari in modo da dar luogo a contratti». Esso «si sostanzia nella predisposizione di un servizio, da parte dell'intermediario, che consenta l'incontro di proposte di vendita e di acquisto, senza che l'intermediario diventi parte del rapporto contrattuale»⁽²⁴⁾.

La gestione di un MTF è riservata a un gestore del mercato regolamentato o a imprese di investimento autorizzate *ex art 19 TUF*. Quest'ultima autorizzazione riguarda le SIM, è rilasciata all'impresa e copre la prestazione del servizio. Anche le banche, laddove autorizzate all'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare, possono gestire sistemi multilaterali di negoziazione⁽²⁵⁾. All'interno di un sistema multilaterale di negoziazione il *matching* tra gli ordini immessi nel sistema avviene in modo non discrezionale, il che vuol dire che l'immissione, gestione ed incrocio deve seguire regole predeterminate *ex ante*. Il gestore di un MTF deve inoltre predisporre ai sensi dell'art 65 *bis*:

- regole e procedure trasparenti per garantire un processo di negoziazione corretto e ordinato;
- misure per garantire una gestione sana dell'operatività del sistema;
- misure atte a individuare e gestire potenziali conseguenze negative per l'operatività dei sistemi e per i possibili conflitti di interesse che possono presentarsi

⁽²³⁾ Considerando n. 11, Reg. 2022/858.

⁽²⁴⁾ COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2020, p. 264.

⁽²⁵⁾ Mentre l'autorizzazione alle SIM è rilasciata da Consob sentita Banca d'Italia, per le banche l'autorizzazione è rilasciata da Banca d'Italia *ex art 19, co. 4, TUF* in quanto molti dei requisiti previsti per le SIM sono già "assorbiti" nell'autorizzazione rilasciata per l'esercizio dell'attività bancaria.

- almeno tre membri o partecipanti o clienti concretamente attivi che interagiscono tra di loro per quanto concerne la formazione dei prezzi (in questo modo si garantisce la multilateralità) ⁽²⁶⁾.

Per poter gestire un MTF DLT è necessario che un soggetto già autorizzato come impresa di investimento o come gestore del mercato ⁽²⁷⁾ riceva l'ulteriore autorizzazione specifica richiesta dall'art 8 del Regolamento DLT PILOT oppure che assieme all'autorizzazione generale a prestare servizi di intermediazione mobiliare o a gestire un mercato regolamentato chieda specificatamente l'autorizzazione gestire un MTF DLT ⁽²⁸⁾.

Una delle esenzioni che il gestore di un MTF DLT può richiedere è legato all'ammissione dei soggetti al sistema multilaterale di negoziazione ⁽²⁹⁾. MiFID II prevede che possano partecipare all'MTF solo imprese di investimento, banche e ulteriori soggetti purché dispongano di «sufficiente buona reputazione», «di un livello sufficiente di capacità di negoziazione, di competenza e di esperienza», e che abbiano risorse e requisiti organizzativi adeguati ⁽³⁰⁾. Nel regolamento pilota è possibile chiedere una deroga a questo obbligo di intermediazione e consentire l'accesso alla clientela *retail*, a persone fisiche e giuridiche che negoziano per conto proprio, purché godano di sufficiente reputazione, abbiano competenze, capacità ed esperienza di negoziazione adeguata, conoscenza sul funzionamento della tecnologia a registro distribuito e rispettino i requisiti previsti dalla normativa antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo ⁽³¹⁾.

Per poter beneficiare della già menzionata esenzione è necessario, come già anticipato *supra*, che essa sia proporzionata e giustificata dall'utilizzo della tecnologia DLT e che siano adottate le eventuali misure compensative che richiede l'autorità al fine di preservare la stabilità del sistema. Tramite questa esenzione si vuole tentare di perseguire l'obiettivo della disintermediazione in ambito finanziario seppur con dei limiti: non è stato deciso di consentire a chiunque di partecipare al sistema multilaterale DLT ma solo a soggetti in possesso di determinati requisiti ⁽³²⁾.

⁽²⁶⁾ ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, p. 330 ss; COSTI, *op. cit.*, p. 264 ss; CIAN, *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, Torino, 2020, p.1126 ss.

⁽²⁷⁾ Attualmente in Italia le società autorizzate a gestire un mercato regolamentato sono Borsa Italiana spa e MTS spa.

⁽²⁸⁾ Art 8, Reg. 2022/858.

⁽²⁹⁾ Art 4, par. 2, Reg. 2022/858.

⁽³⁰⁾ La norma di riferimento è l'art 53 par. 3 della direttiva 2014/65/UE (MiFID II), dettato per i mercati regolamentati, ma applicabile anche ai sistemi multilaterali di negoziazione in virtù del richiamo dell'art 19 par. 2.

⁽³¹⁾ ANNUNZIATA, CHISARI e AMENDOLA, *op. cit.*, p. 14.; Art 4, par. 4, Reg. 2022/858.

⁽³²⁾ AMATO e BENVENUTO, *op. cit.*, p. 2.

L'altra esenzione che può essere concessa al gestore di un MTF DLT è rispetto all'art 26 del Regolamento 600/2014/UE, il quale prescrive un obbligo di segnalazione alle autorità competente delle operazioni relative a strumenti finanziari ⁽³³⁾. In caso di concessione dell'esenzione, oltre al rispetto della proporzionalità, della limitazione dell'esenzione solo a quell'MTF DLT e non ad altre infrastrutture di mercato, il gestore deve comunque tenere le registrazioni di tutte le operazioni effettuate tramite i suoi sistemi. Queste registrazioni devono contenere tutte le informazioni richieste dall'art 26 par. 3 del Regolamento 600/2014/UE e le autorità competenti devono avere accesso diretto a tali informazioni ed essere ammesse all'MTF DLT in qualità di osservatore ⁽³⁴⁾.

Al di là di queste due ipotesi limitate di incompatibilità, deve ritenersi che la maggior parte delle norme dettate dal "diritto comune" dei mercati finanziari debba applicarsi ai sistemi multilaterali DLT, conseguentemente tutte le norme dettate da MiFID II e MIFIR devono ritenersi applicabili ⁽³⁵⁾.

SS DLT tra tradizione e innovazione

La seconda infrastruttura di mercato introdotta dal regolamento DLT PILOT è il sistema di regolamento titoli DLT. Esso è pensato nel mondo dei mercati finanziari per agevolare l'efficiente esecuzione delle contrattazioni in ambito mobiliare e per rendere più rapida e sicura sia la fase di negoziazione degli strumenti, sia di regolamento delle operazioni, ossia la fase nella quale si verifica lo scambio delle prestazioni (tipicamente, la consegna dei titoli a fronte del pagamento del prezzo) ⁽³⁶⁾.

Il Regolamento 909/2014/UE (CSDR) ha sostituito le precedenti società di gestione accentrata con i CSD (*Central Securities Depositories*). Un CSD è definito dal regolamento come una «persona giuridica che opera in un sistema di regolamento titoli» e che, oltre alla gestione di un sistema di regolamento titoli (servizio di regolamento), offre o la registrazione iniziale di dei titoli in un sistema di scritture contabili (servizio di notariato), oppure la fornitura e mantenimento dei conto titoli al livello più elevato (servizio di gestione accentrata) ⁽³⁷⁾. In Italia la società autorizzata ad operare come CSD è Monte Titoli S.p.A.

⁽³³⁾ Oggetto di segnalazione, prescrive l'art 26 del Regolamento 600/2014/UE, sono, tra le altre cose i «nomi e gli identificativi degli strumenti acquistati o venduti, il quantitativo, le date e le ore di esecuzione, i prezzi delle operazioni, un elemento di identificazione dei clienti per conto dei quali l'impresa di investimento ha effettuato l'operazione, un elemento di identificazione delle persone [...]»

⁽³⁴⁾ Art 4, par. 3, Reg. 2022/858.

⁽³⁵⁾ ANNUNZIATA, CHISARI e AMENDOLA, *op. cit.*, p. 16.

⁽³⁶⁾ ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 357.

⁽³⁷⁾ DESANA, *La disciplina della gestione accentrata degli scambi e degli strumenti finanziari quotati*, in *Il testo unico finanziario*, cit., p. 1188.

autorizzato con delibera Consob n. 21195 del 18 dicembre 2019. L'autorizzazione è rilasciata e revocata da Consob d'intesa con la Banca d'Italia previa verifica del rispetto dei requisiti previsti: si richiede la predisposizione di regole in materia di *corporate governance*, funzioni di controllo, conflitti di interesse, esternalizzazione di funzioni aziendali, regole operative e di condotta. La vigilanza sul depositario centrale spetta, *ex art 79 quaterdecies* TUF, a Consob e Banca d'Italia secondo le rispettive funzioni: la prima vigila sulla trasparenza, sull'ordinata prestazione dei servizi, sull'integrità dei mercati e sulla tutela degli investitori, mentre la seconda vigila sulla stabilità del depositario e sul contenimento del rischio sistemico, essenzialmente sulla sana e prudente gestione del depositario ⁽³⁸⁾.

L'art 83 *bis* co. 1, TUF, prevede un obbligo di dematerializzazione dei «valori mobiliari regolati dalla legge italiana ammessi alla negoziazione o negoziati in una sede di negoziazione italiana o di un altro Paese dell'Unione europea», in quanto essi «possono esistere solo in forma scritturale» ⁽³⁹⁾. L'obbligo di dematerializzazione può essere assolto o tramite emissione diretta oppure tramite immissione in regime di dematerializzazione presso un depositario centrale. La scelta operata dal legislatore è radicale, in quanto si vieta la rappresentazione in forma cartolare degli strumenti finanziari dematerializzati, ossia i diritti ad essi relativi non possono essere incorporati in un documento cartolare. Le regole dettate per la gestione accentrata degli strumenti finanziari sembrano presupporre l'esistenza di un emittente inteso come controparte dei diritti patrimoniali e amministrativi che lo strumento finanziario offre. L'emittente difetterebbe per tutti quegli strumenti finanziari che astrattamente parlando non sono rappresentabili da un titolo di credito, come ad esempio, un contratto di *swap*, negoziato *over the counter*. Non sembra pertanto possibile che tutti gli strumenti finanziari rientranti nell'elenco di cui all'art 1, co. 2 del TUF, possano essere oggetto di gestione accentrata in regime di dematerializzazione, ⁽⁴⁰⁾. In ogni caso la questione non rileva in questa sede in quanto, come già detto *supra*, sono ammessi alla registrazione in un sistema di regolamento titoli DLT solo azioni, obbligazioni, strumenti del mercato monetario e quote di OICR ⁽⁴¹⁾.

⁽³⁸⁾ COSTI, *op. cit.*, p. 259 ss.

⁽³⁹⁾ DESANA, *op. cit.*, p. 1204 ss. Il co. 1 dell'83 *bis* fa riferimento alla c.d. dematerializzazione obbligatoria per legge. Il co. 2 prevede la dematerializzazione obbligatoria per disposizione regolamentare; dispone che, con regolamento, la Consob può prevedere che siano assoggettati al regime della dematerializzazione anche strumenti finanziari che non hanno le caratteristiche di cui al co. 1, al fine di agevolarne la circolazione. Il co. 3 prevede invece la dematerializzazione facoltativa ossia l'ipotesi in cui sia l'emittente a decidere di assoggettare gli strumenti finanziari al regime di dematerializzazione

⁽⁴⁰⁾ DESANA, *op. cit.*, p. 1206.

⁽⁴¹⁾ Art 3, Reg. 2022/858.

Il funzionamento del sistema di gestione accentrata ha come perno il sub-deposito: i titoli in questione vengono affidati a un intermediario finanziario (banca o SIM) che a loro volta sub-depositano gli strumenti finanziari presso il CSD, il quale non diviene proprietario dei titoli, trattandosi di un deposito regolare avente ad oggetto cose fungibili, di un deposito alla rinfusa. Conseguentemente il depositario non avrà diritto alla consegna dei titoli che ha depositato bensì del *tantundem* ⁽⁴²⁾.

Il trasferimento degli strumenti finanziari dematerializzati e l'esercizio dei relativi diritti possono essere effettuati, *ex art 83 quater* TUF, solo tramite gli intermediari. Il CSD, a nome e su richiesta degli intermediari accende per ogni intermediario conti destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari, la cui circolazione avviene tramite «una scrittura di addebito sul conto nominativo del cedente e simmetrica scrittura di accredito sul conto nominativo del cessionario presso i rispettivi intermediari» ⁽⁴³⁾. Effettuata la registrazione del trasferimento il proprietario ha l'esercizio pieno ed esclusivo dei diritti relativi agli strumenti finanziari e se la registrazione è avvenuta in base a un titolo idoneo e in buona fede «non è soggetto a pretese o azioni da parte dei precedenti titolari» ⁽⁴⁴⁾. L'intestazione del conto attribuisce pertanto una posizione analoga al possessore di un titolo di credito, confermata anche dal fatto che «l'emittente può opporre solo le eccezioni personali al soggetto stesso e quelle comuni a tutti gli altri titolari degli stessi diritti» ⁽⁴⁵⁾.

Un sistema di regolamento titoli DLT è gestito da un CSD, autorizzato ai sensi del Regolamento 909/2014/UE (CSDR), che ha ottenuto una ulteriore autorizzazione specifica ai sensi del Regolamento DLT PILOT. Ad esso si dovrà applicare quindi tutta la disciplina prevista dal CSDR ⁽⁴⁶⁾ e dal Testo Unico della Finanza fatta eccezione per quelle norme per cui è stata richiesta e ottenuta esenzione.

Le esenzioni possibili dalle norme del CSDR sono molteplici. Una di esse si ha rispetto all'art 3 del CSDR che sancisce l'obbligo di rappresentazione in forma scritturale presso un depositario decentrale «tramite accentramento o a seguito di emissione diretta in

⁽⁴²⁾ ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 360 ss.; COSTI, *op. cit.*, p. 260.

⁽⁴³⁾ DESANA, *op. cit.*, p. 1212.

⁽⁴⁴⁾ Art 83 *quinquies*, co. 1, TUF

⁽⁴⁵⁾ Art 83 *septies*, TUF; COSTI, *op. cit.*, p. 262.

⁽⁴⁶⁾ Il Regolamento prevede per i CSD, tra le altre cose, rigorosi requisiti in materia di organizzazione, di condotta negli affari e di *governance*, tra cui si segnalano: l'obbligo di disporre di solidi dispositivi di governo societario, una chiara struttura organizzativa, controlli interni, valide procedure amministrative e contabili, garantire che l'alta dirigenza possieda l'onorabilità e le competenze necessarie (requisiti di *fit & proper*), requisiti di capitale idonei a essere protetti dal rischio operativo, giuridico, di custodia, di investimento e commerciale. Fonte: <https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/improving-securities-settlement-in-the-eu.html>.

forma dematerializzata»⁽⁴⁷⁾; la norma di riferimento nel diritto interno è l'art 83 *bis* TUF (si veda *supra*). Conseguentemente l'SS DLT è esentato dalle norme che parlano di «forma dematerializzata», «conto titoli» che sono una conseguenza della forma scritturale di rappresentazione degli strumenti finanziari. L'esenzione riguarda oltre all'art. 3, l'art. 2, paragrafo 1, punti 4, 9, 28⁽⁴⁸⁾ e gli articoli 37, 38⁽⁴⁹⁾ del CSDR⁽⁵⁰⁾. Per poter beneficiare di tale esenzione è tuttavia necessario:

- dimostrare che l'uso di un «conto titoli» o l'uso della «scrittura contabile» siano incompatibili con l'uso della tecnologia a registro distribuito utilizzata;
- proporre misure compensative affinché gli obiettivi delle predette disposizioni siano comunque rispettati e garantire almeno che: (i) gli strumenti finanziari siano registrati nel registro distribuito; (ii) gli strumenti finanziari registrati nel registro distribuito siano gli stessi di quelli che sono stati emessi; (iii) siano tenute le registrazioni in modo tale che sia sempre possibile la separazione degli strumenti finanziari di proprietà di persone diverse, in pratica che sia garantita la segregazione; (iv) non siano ammessi gli scoperti sui titoli, i saldi debitori, la creazione o la cancellazione impropria dei titoli.

La seconda esenzione che può essere richiesta è in relazione agli articoli 6 e 7 del CSDR rubricati rispettivamente «misure per prevenire i mancati regolamenti» e «misure per la gestione dei mancati regolamenti» purché il CSD essenzialmente rispetti la *ratio* delle norme oggetto di esenzione e più nello specifico⁽⁵¹⁾:

- consenta di confermare in modo chiaro preciso e tempestivo i dettagli delle operazioni sugli strumenti finanziari DLT;
- prevenga i mancati regolamenti o li gestisca laddove non sia possibile la prevenzione.

Una terza esenzione possibile⁽⁵²⁾ è quella dall'obbligo di intermediazione, con la conseguente possibilità di ammettere all' SS DLT soggetti diversi da quelli individuati dall'art 2, lett. *f*, della Direttiva 98/26/CE (es. enti creditizi, imprese di investimento e

⁽⁴⁷⁾ DE MARI, GASPARRI e POLI, *Introduzione: DLT e cripto attività*, in CONSOB, *Quaderni giuridici. Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, Consob, gennaio 2023 a cura di Carrière, De Luca, De Mari, Gasparri e Poli, p. 39.

⁽⁴⁸⁾ L'articolo 2 tratta delle definizioni e sono rispettivamente di quelle di «forma dematerializzata», «ordine di trasferimento» e «conto titoli».

⁽⁴⁹⁾ Essi sono rispettivamente rubricati «Integrità dell'emissione» e «Protezione dei titoli dei partecipanti e di quelli dei loro clienti»

⁽⁵⁰⁾ Art 5, par. 2, Reg. 2022/858.

⁽⁵¹⁾ Art 5, par. 3, Reg. 2022/858.

⁽⁵²⁾ Art 5, par. 5, Reg. 2022/858.

controparti centrali). È possibile, pertanto, l'ammissione di altre persone fisiche e giuridiche purché:

- godano di sufficiente reputazione;
- dispongano delle competenze adeguate anche in relazione all'utilizzo della tecnologia DLT;
- abbiano dato il loro consenso all'ammissione e siano stati preventivamente informati della natura sperimentale del regime pilota e dei rischi ad esso collegati.

L'esenzione in questione ⁽⁵³⁾ copre conseguentemente anche gli art. 33, 34 del CSDR che, rispettivamente, prevedono, requisiti di partecipazione e trasparenza, e che sono basati sul presupposto che possano essere ammessi al sistema di regolamento solo i soggetti di cui *supra*. Occorre pertanto che la ratio delle norme siano rispettate e che quindi:

- siano predeterminati *ex ante*, e resi pubblici, i requisiti di partecipazione che consentono un accesso equo e non discriminatorio;
- siano pubblicati i prezzi e le commissioni per i servizi che il CSD svolge.

Un'altra esenzione interessante riguarda l'art 40 del CSDR ⁽⁵⁴⁾ che disciplina il «regolamento in contanti», il quale deve avvenire «attraverso conti aperti presso una banca centrale che emette la valuta pertinente». L'esenzione è possibile ai sensi del DLT PILOT a condizione che il CSD «effettui il regolamento sulla base della consegna contro pagamento». In questa situazione il pagamento può effettuarsi o tramite moneta di banca centrale, inclusa la forma tokenizzata, se pratica ed esistente, oppure, in caso contrario tramite moneta di banca commerciale, anche in forma tokenizzata, oppure usando «token di moneta elettronica» ⁽⁵⁵⁾.

Ulteriori esenzioni sono possibili in relazione:

- all'articolo 39 del CSDR ⁽⁵⁶⁾. Esso riguarda il «carattere definitivo del regolamento» e anche in questo caso l'esenzione è determinata dalla incompatibilità della norma con l'uso della tecnologia DLT. Il CSD deve proporre misure compensative affinché la ratio della norma sia rispettata e provvedere almeno che: (i) le operazioni siano regolate non oltre il secondo giorno lavorativo successivo alla conclusione dell'operazione; (ii) siano pubblicate le norme che disciplinano il sistema di regolamento;

⁽⁵³⁾ Art 5, par. 3, Reg. 2022/858.

⁽⁵⁴⁾ Art 5, par. 8, Reg. 2022/858.

⁽⁵⁵⁾ ANNUNZIATA, CHISARI e AMENDOLA, *op. cit.*, p. 21.

⁽⁵⁶⁾ Art 5, par. 7, Reg. 2022/858.

- all'art 19 del CSDR che riguarda invece l'esternalizzazione a terzi di un servizio base ⁽⁵⁷⁾;
- agli articoli 50, 51 e 53 del CSDR che riguardano l'accesso di CSD ad altri CSD e anche in quest'ipotesi (come nel caso dell'ipotesi precedente) occorre dimostrare l'incompatibilità di tali norme con la tecnologia a registro distribuito oppure che, (ipotesi questa valida solo per quest'esenzione e non per quella di cui al punto precedente), la concessione dell'accesso o di altre infrastrutture di mercato sia sproporzionata in relazione alla dimensione e l'attività dell'SS DLT ⁽⁵⁸⁾.

Tirando le fila del discorso, tutte le esenzioni possibili riguardano quelle norme che fanno riferimento a «forma dematerializzata» ⁽⁵⁹⁾, «conto titoli» ⁽⁶⁰⁾, «ordine di trasferimento» ⁽⁶¹⁾ e «scrittura contabile» ⁽⁶²⁾. In pratica esse derivano da quelle previste dall'art 5 paragrafo 2 del DLT PILOT. Nel momento in cui si esenta l'SS DLT dall'applicazione delle definizioni di cui *supra*, a cascata vi sarà l'esenzione da tutte quelle norme che presuppongono quelle definizioni.

La scelta del legislatore appare contraddittoria perché da un lato si prevede l'integrale applicazione della normativa sui depositari centrali di titoli, ossia il CSDR, dall'altra si consente l'esenzione da quelle norme che costituiscono proprio il fulcro del Regolamento. Le esenzioni sembrano implicare, per un verso, un'incompatibilità con il CSDR ma, per l'altro, si vuole mantenere centrale la figura del depositario centrale ⁽⁶³⁾.

Il regime pilota pur non prendendo posizione specifica sembra alludere all'utilizzo di una DLT *permissioned*, tralasciando l'utilizzo di una tecnologia *permissionless* ⁽⁶⁴⁾. Tuttavia, i modelli standard utilizzati per presentare domanda, elaborati dall'ESMA, consentono di indicare la tecnologia *permissionless* come quella che verrà scelta ⁽⁶⁵⁾, e il considerando 9 del Regolamento afferma il principio di neutralità tecnologica ovvero che «la legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari è destinata a essere neutrale per quanto riguarda l'uso di qualsiasi particolare tecnologia rispetto a un'altra». Non si può però ignorare che la previsione da regolamento di requisiti, anche abbastanza stringenti, per

⁽⁵⁷⁾ Art 5, par. 4, Reg. 2022/858.

⁽⁵⁸⁾ Art 5, par. 9, Reg. 2022/858.

⁽⁵⁹⁾ Art 2, par. 1, punto 4, Reg. 2022/858.

⁽⁶⁰⁾ Art 2, par. 1, punto 28, Reg. 2022/858.

⁽⁶¹⁾ Art 2, par. 1, punto 9, Reg. 2022/858.

⁽⁶²⁾ Art 3, Reg. 2022/858.

⁽⁶³⁾ ANNUNZIATA, CHISARI e AMENDOLA, *op. cit.*, p. 23.

⁽⁶⁴⁾ DE MARI, GASPARRI e POLI, *op. cit.*, p. 37.

⁽⁶⁵⁾ Vedi *supra* note 14-15-16 per le varie tipologie di DLT.

i partecipanti all'infrastruttura di mercato DLT ⁽⁶⁶⁾ appare poco compatibile con una DLT di tipo *permissionless*, risultando all'uopo molto più adatta, se non addirittura necessaria una tecnologia *permissioned*.

Il regolamento si muove secondo la logica del voler creare infrastrutture di mercato *ad hoc* per gli strumenti finanziari *tokenizzati* (i *security token*), sulla falsariga delle strutture tradizionali centralizzate. La tecnologia DLT deve la sua fortuna al fatto che consente la completa decentralizzazione e l'eliminazione degli intermediari, (si pensi alla *blockchain* di *bitcoin*), e il legislatore europeo si muove in una direzione diametralmente opposta, ossia quella di regolare e innestare questa tecnologia in un contesto regolato e tradizionale in cui vi è la presenza proprio di quegli intermediari che la *blockchain* voleva eliminare ⁽⁶⁷⁾.

Il legislatore intende, infatti, preservare «un livello elevato di tutela degli investitori, integrità del mercato, stabilità finanziaria e trasparenza» ⁽⁶⁸⁾, che forse un approccio diverso non sarebbe in grado di garantire.

In una logica di questo tipo un DLT *private permissioned*, con un sistema centralizzato di validazione delle transazioni, consente la combinazione dei benefici tipici della DLT, ossia, la possibilità di effettuare transazioni *peer-to-peer*, sicurezza sulla medesima versione del registro distribuito, resilienza e trasparenza, con i vantaggi dei sistemi centralizzati come la credibilità del sistema, la certezza del diritto, la garanzia di un corretto funzionamento del sistema e la sicurezza. Volendo attrarre la tecnologia DLT nell'ambito della legislazione vigente il legislatore avrebbe potuto muoversi in una direzione diversa, (ciò non toglie che questa scelta possa essere effettuata successivamente ⁽⁶⁹⁾), sempre introducendo la figura dei CSD nel mondo della DLT ma in un modo che avrebbe garantito la continuità degli standard e principi previsti dal CSDR per gli strumenti finanziari tradizionali ⁽⁷⁰⁾. Secondo Clerstream Banking AG, il CSD tedesco, consultato dalla Commissione fra l'8 dicembre 2020 e il 2 febbraio 2021, le definizioni del CSDR avrebbero potuto potenzialmente essere applicabili alle infrastrutture DLT. Infatti:

⁽⁶⁶⁾ Art 4 par. 2, Reg. 2022/858 per l'ammissione di ulteriori soggetti a un MTF DLT, Art 5, par. 5, Reg. 2022/858 per l'ammissione di ulteriori soggetti all' SS DLT.

⁽⁶⁷⁾ MATTASOGLIO, *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)?*, in *Rivista di diritto bancario*, 2021, II, p. 448.

⁽⁶⁸⁾ *Considerando* n. 6, Reg. 2022/858.

⁽⁶⁹⁾ Ex art. 14 del Regolamento, entro il 24 marzo 2026 l'ESMA deve presentare una relazione alla Commissione in cui si rende conto del funzionamento del regime pilota onde poter decidere le linee di politica legislativa per il futuro.

⁽⁷⁰⁾ ANNUNZIATA, CHISARI e AMENDOLA, *op. cit.*, p. 25, nota 58.

- i dati memorizzati in un registro distribuito possono rientrare nella definizione di «scrittura contabile» di cui all'art 3 del CSDR;
- un *token* registrato su una piattaforma DLT nonostante sia strutturato diversamente può avere le stesse caratteristiche degli strumenti finanziari in «forma dematerializzata» così come definita dall'art. 2, par. 1, punto 4 del CSDR.

Anziché prevedere emendamenti specifici, così come consigliato dal depositario centrale consultato, il legislatore ha preferito prevedere delle esenzioni nell'ambito del regime pilota, ponendosi in un limbo tra il voler sviluppare un mercato parallelo a quello tradizionale, avente ad oggetto gli strumenti finanziari *tokenizzati*, e attrarre direttamente questo mondo nell'ambito della legislazione vigente.

La questione non è sicuramente destinata ad esaurirsi anche solo per gli interessi economici sottostanti: secondo Goldman Sachs l'applicazione della tecnologia DLT alle infrastrutture di mercato implicherebbe un risparmio annuale stimato di 11-12 miliardi di dollari ⁽⁷¹⁾.

TSS DLT

L'ultima infrastruttura di mercato prevista dal legislatore ha delle fisionomie *sui generis* e rappresenta un unicum nel panorama finanziario. Il TSS DLT combina insieme l'attività di negoziazione tipica dei sistemi multilaterali e l'attività di post negoziazione tipica dei sistemi di regolamento titoli e può configurarsi o come un MTF DLT che combina i servizi prestati da un MTF e un SS, oppure come un SS DLT che combina i servizi prestati da un SS e da un MTF ⁽⁷²⁾.

Un TSS DLT può quindi essere gestito alternativamente o da imprese d'investimento e gestori del mercato (i soggetti autorizzati a gestire un MTF DLT) oppure da un CSD (il soggetto autorizzato a gestire un SS DLT).

Nel primo caso ⁽⁷³⁾ il gestore del TSS darà soggetto alla norme previste da MiFID II, MiFIR per i sistemi multilaterali di negoziazione, e, *mutatis mutandis*, dal CSDR fatta eccezione per quelle per cui ha richiesto esenzione. Non sono altresì applicabili quelle norme del CSDR, dettate in ragione del fatto, che è un CSD a gestire il sistema di regolamento titoli,

⁽⁷¹⁾ PRIEM, *A European DLT pilot regime for market infrastructures: Finding a balance between innovation, investor protection, and financial stability*, 2021, p. 2, rinvenibile al sito: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3919484.

⁽⁷²⁾ *Considerando* n. 15, Reg. 2022/858.

⁽⁷³⁾ Art 6, par. 1, Reg. 2022/858.

in particolare le norme concernenti l'autorizzazione del CSD ⁽⁷⁴⁾, i requisiti di governance ⁽⁷⁵⁾, i requisiti prudenziali ⁽⁷⁶⁾ e patrimoniali ⁽⁷⁷⁾.

Nel secondo caso il CSD sarà soggetto alle norme previste dal CSDR, salvo quelle per cui ha ottenuto l'esenzione, e *mutatis mutandis* ai requisiti previsti da MiFID II e MiFIR per i sistemi multilaterali di negoziazione.

Trattandosi di una infrastruttura che cumula sia le caratteristiche di un MTF, e quelle di un SS, sono applicabili in via cumulativa le esenzioni previste per entrambi ⁽⁷⁸⁾.

Questa combinazione di attività all'interno di un'unica entità non è attualmente prevista dalle norme vigenti, e tale scelta del legislatore non dovrebbe costituire un precedente, per giustificare una revisione di fondo del principio di separazione fra attività di negoziazione e post-negoziazione. La scelta del legislatore sul punto è quindi derogatoria rispetto al sistema finanziario vigente, che prevede la separazione in un'ottica di salvaguardia del sistema finanziario, specializzazione dei rischi e disaggregazione al fine di promuovere la concorrenza. Le ragioni del cumulo sono rinvenibili solo ed esclusivamente nell'uso della tecnologia a registro distribuito che, per come è concepita, offre potenziali vantaggi qualora si realizzi la suddetta combinazione, e si preveda una infrastruttura che offre, sia le funzioni di negoziazione tipiche dei sistemi multilaterali, sia le funzioni di *post-negoziazione* tipiche dei sistemi di regolamento titoli ⁽⁷⁹⁾.

Implementazione del Regolamento DLT PILOT in Italia: il D.L. 25/2023

Il D.L. 25/2023, convertito in legge con la legge di conversione 10 maggio 2023, n. 52, ridefinisce parzialmente il quadro normativo italiano al fine di assicurare un efficace applicazione del regolamento DLT PILOT e introduce novità concernenti la digitalizzazione del mondo dei mercati finanziari introducendo norme per l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari emessi mediante tecnologia DLT.

Come il Regolamento ha modificato la direttiva MiFID II, al fine di includere tra gli strumenti finanziari quelli emessi mediante tecnologia a registro distribuito, così il D.L. in questione modifica il TUF con il medesimo intento, infatti ai sensi del co. 2 dell'art 1 con «strumento finanziario» si intende «qualsiasi strumento riportato nella sezione C

⁽⁷⁴⁾ Art. 16-17-18-20, Reg. 909/2014/UE.

⁽⁷⁵⁾ Art. 26-27-28, Reg. 909/2014/UE.

⁽⁷⁶⁾ Art. 42-43-44 e 46, Reg. 909/2014/UE.

⁽⁷⁷⁾ Art. 47, Reg. 909/2014/UE.

⁽⁷⁸⁾ AMATO e BENVENUTO, *op. cit.*, p. 5.

⁽⁷⁹⁾ *Considerando* n. 14, Reg. 2022/858.

dell'Allegato I, *compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito (corsivo aggiunto)*»).

L'ambito di applicazione della legge è limitato solo ad alcuni strumenti finanziari ossia ad: azioni, obbligazioni, titoli di debito, ricevute di deposito, strumenti del mercato monetario, azioni o quote di OICR e ulteriori strumenti individuati con apposito regolamento dalla Consob ⁽⁸⁰⁾. L'art 28 rimanda alla Consob la determinazione di principi e criteri direttivi per l'attuazione della legge, in particolare in relazione all'ambito di applicazione può assoggettare all'ambito di applicazione della legge, valori mobiliari diversi da quelli indicati dall'art 2 ⁽⁸¹⁾ e anche le quote di partecipazione a una società a responsabilità limitata anche in deroga alle disposizioni vigenti riguardanti la forma e la circolazione delle quote, *ivi* incluso l'art. 2468, co. 1, cc, che prevede un divieto di rappresentazione delle quote sotto forma di azioni e un divieto di essere oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari.

Al pari del regolamento europeo, le cui disposizioni concernenti l'ambito di applicazione in relazione alla tipologia e alla capitalizzazione degli strumenti finanziari registrati o negoziati presso un'infrastruttura DLT ⁽⁸²⁾, restano ferme, il D.L. prende in considerazione solo quegli strumenti finanziari che hanno un emittente identificato, e lascia al di fuori del perimetro, ad esempio, tutti gli strumenti derivati negoziati *over-the-counter*.

L'emissione e il trasferimento degli strumenti finanziari digitali sono eseguiti mediante scritturazione su un «registro per la circolazione digitale» ⁽⁸³⁾. A questi strumenti digitali non è applicabile l'art 83 *bis*, co. 2, TUF, il quale, rinviando all'art 82, co. 2, che a sua volta rinvia ad un regolamento Consob, prevede che possano essere assoggettati alla disciplina sulla gestione accentrata strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione o negoziati in una sede extra-UE. Dal momento che tale il Provvedimento Unico Post-Trading prevede che le società quotate debbano immettere nella gestione accentrata anche gli strumenti non quotati, questa deroga consente agli emittenti di procedere ad emissioni «private», ovvero ad emissioni di strumenti finanziari digitali senza che essi siano registrati presso un'infrastruttura DLT ⁽⁸⁴⁾.

⁽⁸⁰⁾ Art 2, D.L. 25/2023.

⁽⁸¹⁾ Si fa riferimento ai valori mobiliari di cui all'art 1, comma 1 *bis*, lett. c, TUF.

⁽⁸²⁾ Art 3, Reg. 2022/858.

⁽⁸³⁾ Definito dall'art 2, punto 2, del Reg. 2022/858 come un «archivio di informazioni cui sono registrate le operazioni e che è condiviso da una serie di nodi di rete DLT ed è sincronizzato tra di essi, mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso».

⁽⁸⁴⁾ MALVAGNA, *Digital securities: prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot*, 20 marzo 2023, rinvenibile al sito:
<https://www.dirittobancario.it/art/digital-securities-prime-note-sul-decreto-di-attuazione-del-dlt-pilot/>.

Un ruolo centrale è assunto dal «registro per la circolazione digitale» presso cui devono essere scritturati gli strumenti finanziari digitali ⁽⁸⁵⁾. L'emissione e il trasferimento di questi ultimi deve essere effettuato tramite il registro e la scritturazione nel registro conferisce la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari). Ogni emissione, che è oggetto di comunicazione alla Consob, deve essere iscritta su un solo registro ⁽⁸⁶⁾, e le informazioni correlate a ciascuno strumento finanziario emesso devono risultare, ad esso, univocamente connesse ⁽⁸⁷⁾.

Colui che ha ottenuto la registrazione a suo favore in base a un titolo idoneo e in buona fede, non è soggetto a pretese o azione da parte dei precedenti titolari e l'emittente può opporre soltanto le eccezioni personali al soggetto stesso e quelle comuni a tutti i possessori di quella tipologia di strumenti finanziari ⁽⁸⁸⁾. Anche la disciplina sul diritto in materia di diritto d'intervento in assemblea (art. 7), in materia di ripartizione degli utili (art. 8) è legata al registro, in quanto tali diritti spettano a chi risulta titolare degli strumenti finanziari in base alle scritturazioni nel registro in un determinato giorno individuato dall'emittente. Discorso analogo per quanto riguarda la costituzione di vincoli sugli strumenti finanziari (art. 9) che si effettuano solo mediante scritturazione nel registro.

La norma illustrata è essenzialmente equivalente a quella prevista dal TUF in materia di gestione accentrata, in particolare gli art da 83 *quinquies* a 83 *octies*. Il criterio di equivalenza viene applicato anche nel momento in cui la scritturazione viene effettuata a favore di banche o imprese d'investimento che svolgono funzione di intermediazione, ossia agiscono in nome proprio e per conto dei clienti ⁽⁸⁹⁾. In tal caso trovano applicazione le norme del TUF ⁽⁹⁰⁾, in quanto compatibili e, in deroga rispetto alla disciplina enunciata *supra*, la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti inerenti gli strumenti finanziari, si ha in seguito alla registrazione sul conto aperto dal cliente presso l'intermediario ⁽⁹¹⁾.

⁽⁸⁵⁾ Ai sensi dell'art. 1 con «forma digitale» si intende «la circostanza che taluni strumenti finanziari esistano soltanto come scritturazione in un registro per la circolazione digitale», con «strumenti finanziari digitali» si intende «gli strumenti finanziari [...] emessi su un registro per la circolazione digitale» e per la definizione di «registro per la circolazione digitale» si veda la nota 83.

⁽⁸⁶⁾ Art 18, D.L. 25/2023.

⁽⁸⁷⁾ Art 12, D.L. 25/2023.

⁽⁸⁸⁾ Art 5-6, D.L. 25/2023.

⁽⁸⁹⁾ Art 11 D.L. 25/2023.

⁽⁹⁰⁾ Si fa riferimento agli articoli 83 *quater*, comma 3 e gli articoli da 83 *quinquies* a 83 *decies* (le norme in materia di gestione accentrata degli strumenti finanziari di cui si veda *supra*).

⁽⁹¹⁾ Art 11 D.L. 25/2023; LEMMA, *DLT pilot: verso il mercato degli strumenti finanziari digitali. Note a margine del d.l. 17 marzo 2023, n. 25, e del Regolamento (UE) 2022(858)*, 2 maggio 2023, p. 9, rinvenibile al sito:

<https://www.dirittobancario.it/art/dlt-pilot-verso-il-mercato-degli-strumenti-finanziari-digitali/>.

In relazione al registro il legislatore introduce una nuova attività riservata, ovvero sia la tenuta dello stesso che è possibile o per i gestori di un SS DLT o TSS DLT, per la Banca d'Italia o il Ministero dell'economia e delle finanze, oppure per i «responsabili del registro» il cui elenco è tenuto dalla Consob ⁽⁹²⁾. Possono essere iscritti nell'elenco essenzialmente due gruppi di soggetti:

- banche, imprese di investimento, gestori del mercato;
- intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'art 106 TUB, istituiti di pagamento, istituti di moneta elettronica, gestori e imprese di assicurazione e gli emittenti con sede legale in Italia che vogliono svolgere la funzione di responsabile del registro degli strumenti che essi stessi hanno emesso.

Ad essi si aggiungono ulteriori soggetti individuati dalla Consob con il regolamento di cui all'art 28 e ulteriori soggetti stabiliti in Italia, diversi da quelli precedenti, purché siano in possesso di determinati requisiti. Iscritti di diritto sono poi i depositari centrali che intendono svolgere l'attività di responsabile in via accessoria ⁽⁹³⁾.

Per essere iscritti è necessario presentare istanza di iscrizione nel registro, che verrà valutata entro 20 giorni dalla Consob, la quale procederà a sua volta alla valutazione dei requisiti prescritti dall'art 24. Tale articolo detta i requisiti che devono sussistere per quei soggetti che vogliono svolgere la funzione di responsabile del registro e che non sono i soggetti di cui *supra* ⁽⁹⁴⁾: oltre ai requisiti di onorabilità degli esponenti aziendali si chiede di disporre di adeguati assetti organizzativi amministrativi e contabili nonché efficaci sistemi di controlli interni. Questi soggetti e gli emittenti devono ⁽⁹⁵⁾:

- adottare la forma di S.p.A. con un capitale di almeno 150 mila euro, che assolve ad una funzione meramente selettiva ⁽⁹⁶⁾;
- sottoporre i bilanci a revisione da parte di una società di revisione;
- stipulare una polizza assicurativa per la copertura dei rischi;
- trasmettere la copia dello statuto e della evidenza della registrazione presso il registro delle imprese.

Il responsabile del registro e il gestore di un SS DLT o TSS DLT garantiscono la correttezza, la completezza, l'aggiornamento continuo del registro e l'integrità e la sicurezza del sistema

⁽⁹²⁾ Art. 3 e 19, D.L. 25/2023.

⁽⁹³⁾ Art 19, D.L. 25/2023; LEMMA, *op. cit.*, p. 13ss.

⁽⁹⁴⁾ L'articolo 24 è dettato per i soggetti di cui all'art. 19, co1, lettera d).

⁽⁹⁵⁾ Art 20, D.L. 25/2023.

⁽⁹⁶⁾ LEMMA, *op. cit.*, p. 5.

(⁹⁷), hanno un obbligo di agire in modo diligente, trasparente e corretto e devono adottare adeguate misure per (⁹⁸):

- impedire l'uso di strumenti da parte di soggetti non legittimati;
- prevenire la perdita o la modifica non autorizzata delle informazioni;
- rendere pubblici le modalità operative di funzionamento del registro.

Il regime di responsabilità del responsabile del registro è piuttosto gravoso; infatti, ai sensi dell'art 26 egli risponde dei danni derivanti dalla tenuta del registro verso l'emittente, se ovviamente l'emittente non è anche il responsabile, e verso i soggetti a favore dei quali sono effettuate le scritturazioni, o dovrebbero essere effettuate, a meno che non provi di aver adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno. Il responsabile del registro risponde pertanto oggettivamente dei danni cagionati, a meno che non fornisca la prova liberatoria in questione. Il responsabile del registro risponde inoltre dei danni cagionati al soggetto in favore del quale è avvenuta la scritturazione, o nei confronti dell'investitore, qualora sia diverso dal primo, nel caso in cui essi discendano da false informazioni o da informazioni idonee a indurre in errore, o dall'omissione di informazioni dovute; in quest'ultimo caso la prova liberatoria consiste nell'aver adoperato la diligenza necessaria ad assicurare la correttezza e completezza delle informazioni contenute nel registro (⁹⁹).

L'ultimo profilo di rilievo del D.L. in questione concerne la vigilanza sulle infrastrutture di mercato DLT. Il Regolamento sul regime pilota, infatti, si limita a sottolineare che, le autorità competenti in merito alla vigilanza sulle infrastrutture di mercato DLT, sono quelle del luogo dove ha la sede legale il gestore delle stesse, individuate secondo la legge nazionale (¹⁰⁰).

Il provvedimento di autorizzazione specifica a gestire un MTF DLT è rilasciato da Consob, quando il soggetto istante è un gestore del mercato regolamentato, a meno che non si tratti di un MTF DLT all'ingrosso di titoli di Stato (in tal caso è competente la Banca d'Italia). Negli altri casi il rilascio dell'autorizzazione spetta a Banca d'Italia, sentita la Consob, qualora la banca abbia contemporaneamente chiesto l'autorizzazione a prestare servizi di intermediazione finanziaria, o sia già stata autorizzata in tal senso. Qualora si tratti invece, non di una banca, ma di un'impresa di investimento, l'autorità competente è Consob, che autorizza sentita Banca d'Italia. L'autorizzazione a gestire un SS DLT spetta a

(⁹⁷) Art 13, D.L. 25/2023.

(⁹⁸) Art 23, D.L. 25/2023.

(⁹⁹) LEMMA, *op. cit.*, p. 21.

(¹⁰⁰) Art 12, Reg. 2022/858/UE.

Consob, sentita Banca d'Italia, mentre il provvedimento di autorizzazione a gestire un TSS DLT è invece adottato da Consob, sentita Banca d'Italia, a meno che non si tratti di un TSS DLT all'ingrosso di titoli di Stato, in tal caso è competente Banca d'Italia, sentita la Consob ⁽¹⁰¹⁾. La vigilanza sulle infrastrutture avviene secondo la tradizionale ripartizione di funzioni tra Consob e Banca d'Italia: la prima si occupa della vigilanza sulla trasparenza dell'intermediario e la seconda sul rispetto della sana e prudente gestione.

⁽¹⁰¹⁾ Art 29, D.L. 25/2023, LEMMA, *op. cit.*, p. 26.

IL REGOLAMENTO MICA: L'EMISSIONE DI CRIPTO- ATTIVITÀ

Quadro generale del Regolamento

Nel 2020 la commissione europea ha presentato il “Pacchetto per la finanza digitale”, c.d. *Digital Finance Package*, con l’obiettivo di perseguire una piena armonizzazione a livello unionario nell’ambito della digitalizzazione della finanza. L’obiettivo del legislatore è pertanto quello di abbracciare la trasformazione digitale del mondo finanziario e contemporaneamente, mitigare i rischi derivanti dall’utilizzo delle nuove tecnologie, il cui sviluppo e diffusione possono essere ostacolate da un approccio non armonizzato a livello unionale ⁽¹⁾. Il *Digital Finance Package*, si muove lungo due direttive, la c.d. *Retail Payments Strategy* e la c.d. *Digital Finance Strategy*. Nella sfera della seconda si collocano il Regolamento 2022/858, c.d. DLT PILOT, di cui si è discusso *supra*, il Regolamento 2022/2554, c.d. DORA (*Digital Operational Resilience Act*), relativo alla resilienza digitale per gli operatori del settore finanziario, e il Regolamento 2023/1114, c.d. MiCA (*Market in crypto-assets*), che detta requisiti uniformi a livello unionario, per l’emissione, la negoziazione e la prestazione dei servizi relativi alle cripto-attività ⁽²⁾.

Gli obiettivi generali del MiCAR sono: (i) fornire chiarezza sull’applicazione delle norme del mondo finanziario ai *crypto-asset*; (ii) supportare l’innovazione e la concorrenza creando un quadro normativo per l’emissione di cripto-attività e la corrispondente prestazione dei servizi; (iii) assicurare un elevato livello di tutela a consumatori e investitori, e preservare l’integrità del mercato; (iv) preservare la stabilità finanziaria e ridurre i rischi che potrebbero nascere da un’ampia diffusione dei *crypto-asset* ⁽³⁾.

Se il Regolamento DLT PILOT trova applicazione, nei termini in cui si è visto *supra*, relativamente ai *crypto-asset* qualificabili come strumenti finanziari *ex* MiFID II, per i *crypto-asset* non qualificabili come strumenti finanziari, che quindi non ricadono

⁽¹⁾ Si veda il comunicato stampa della Commissione Europea del 24 settembre 2020 rinvenibile al sito: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_1684. Secondo Valdis Dombrovskis, vicepresidente della Commissione: «*Technology has much more to offer consumers and businesses and we should embrace the digital transformation proactively, while mitigating any potential risks. That's what today's package aims to do*».

⁽²⁾ ANNUNZIATA e CONSO, “MiCA”: la Proposta di regolamentazione della Commissione UE sui *crypto-asset*, in *Bitcoin e cripto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, a cura di Avella, Il Sole 24 ore, febbraio 2023, p.29 ss.

⁽³⁾ Le considerazioni che seguono sono tratte dalla valutazione di impatto del regolamento MiCA: EUROPEAN COMMISSION, *Commission staff working document. Impact assessment. Accompanying the document. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets and amending Directive (EU) 2019/1937*, p. 31, il documento è rinvenibile al sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020SC0380>.

nell'ambito di applicazione della MiFID, il legislatore ha approvato il Regolamento MiCA. Pertanto, esso non si applica alle cripto-attività che rientrano nella definizione di «strumenti finanziari»⁽⁴⁾.

In sede di proposta la Commissione ha valutato anche la possibilità di introdurre un regime di *op-in* per quanto riguarda la prestazione dei servizi per le cripto-attività. In questa ipotesi sarebbe spettato al singolo operatore di mercato decidere se rispettare o meno i requisiti dettati dalla regolamentazione europea. Una scelta di questo tipo avrebbe portato tuttavia ad un eccessivo arbitraggio normativo. La scelta operata dal legislatore è stata quindi quella di garantire, tramite il MiCAR, una «piena armonizzazione». I vantaggi di questa scelta sono: (i) garantire la certezza del diritto e la parità di trattamento a livello unionario; (ii) attrarre più investitori tramite la previsione di requisiti uniformi di capitale, standard di *governance* e altro; previsioni che, se uguali in tutta l'unione, dovrebbero aumentare la fiducia degli investitori verso il mercato delle cripto-attività; (iii) facilitare il monitoraggio dei soggetti operanti sul mercato e degli *asset* digitali, qualora dovessero crescere di dimensioni e divenire un rischio per la stabilità finanziaria; (iv) ridurre al minimo l'arbitraggio normativo.

Il MiCAR si fonda essenzialmente su quattro pilastri⁽⁵⁾:

- garantire trasparenza per quanto riguarda l'emissione, l'offerta al pubblico e l'ammissione alla negoziazione di cripto-attività, prevedendo l'obbligo di pubblicazione di un *white paper*;
- dettare requisiti per la prestazione di servizi per le cripto-attività prevedendo obblighi di trasparenza in capo alle piattaforme di *trading*, agli *exchange* e ai *wallet provider* e un passaporto europeo per la prestazione di servizi;
- dettare norme per la tutela degli investitori e prevedere sanzioni per prevenire la manipolazione del mercato, l'*insider trading* e altre pratiche illecite;
- istituire regole per la vigilanza sui soggetti che operano nel settore.

Particolare attenzione è dedicata dal legislatore al tema delle *stablecoin*, soprattutto nel caso in cui dovessero diventare particolarmente diffuse. Esse sono *asset* digitali nati con l'obiettivo di contrastare il “problema” della volatilità delle criptovalute c.d. “tradizionali”. Esse possono essere ancorate o ad una valuta ufficiale, tipicamente il dollaro, come *Tether*, *TrueUSD*, *Paxos Standard*, *Gemini Dollar*, ovvero a beni fisici (*commodities*, come oro o

⁽⁴⁾ Art. 2.4, Reg. 2023/1114.

⁽⁵⁾ Valutazione di impatto di cui alla nota 3, p. 32 ss.

petrolio), tra cui si segnala *Digix Gold Token*, che è ancorato al costo dell'oro, ovvero possono essere cripto-collateralizzate, ad esempio *BitUSD* ⁽⁶⁾. Il legislatore ha optato con un Regolamento MiCA una scelta peculiare perché da un lato ha introdotto un regime *ad hoc*, dall'altro ha attratto una particolare tipologia di *stablecoin* (gli *e-money token*) nell'alveo della normativa sulla moneta elettronica ⁽⁷⁾.

La limitazione totale dell'uso delle *stablecoin* sarebbe potenzialmente giustificata dai rischi, concernenti la stabilità finanziaria, la politica e la sovranità monetaria, che esse pongono nel caso in cui dovessero divenire estremamente diffuse. Tuttavia, una scelta di questo tipo porrebbe un tema in relazione ai principi di proporzionalità e di libertà d'impresa. Pertanto, si è optato per una regolazione del fenomeno in un'ottica di prevenzione e riduzione dei rischi.

L'attenzione particolare che il legislatore ha rispetto a questa tipologia di *crypto-asset* è giustificata dalla circostanza che una *global stablecoin* ⁽⁸⁾ possa andare a sostituire la moneta avente corso legale come corrispettivo delle transazioni in virtù della forza del suo proponente. Nel 2019 Facebook aveva annunciato il progetto Libra ⁽⁹⁾, ovvero un *crypto-asset* che si proponeva di agganciare il suo valore ad un paniere di valute dei principali governi. Il rischio che una *stablecoin* di questo tipo potesse diventare dominante ha indotto le autorità di vigilanza e i regolatori ad intervenire e pertanto il progetto è naufragato ⁽¹⁰⁾. Il

⁽⁶⁾ ANNUNZIATA e CONSO, *La criptovaluta Stablecoin*, in *Bitcoin e cripto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, cit., p. 35.

⁽⁷⁾ Art. 48.2, Reg. 2023/1114; PIATTELLI, *La regolamentazione del Fintech. Dai nuovi sistemi di pagamento all'intelligenza artificiale*, Torino, 2023, p. 351.

⁽⁸⁾ Esse sono definite come «*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*», cit. FSB, *Regulation, Supervision and Oversight of "Global Stablecoin" Arrangements*, 13 ottobre 2023, p.1, rinvenibile al sito: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P131020-3.pdf>.

⁽⁹⁾ LIBRA ASSOCIATION, *An Introduction to Libra (white paper)*, rinvenibile al sito: <https://sls.gmu.edu/pfirt/wp-content/uploads/sites/54/2020/02/LibraWhitePaperenUS-Rev0723.pdf>. All'inizio il progetto era supportato da un gruppo di 28 grandi imprese tra cui, eBay, Mastercard, PayPal, Visa, Iliad, Vodafone, Facebook stessa e molte altre. L'obiettivo era quello di creare una moneta globale che consentisse a miliardi di persone di accedere in modo semplice e senza intermediari al meccanismo dei pagamenti digitali. È evidente come un progetto di questo tipo sembra quasi una sfida alle banche centrali in quanto soggetti privati vogliono sostituirsi ad esse. Dopo l'intervento dei regolatori diversi membri sono usciti dal progetto, PayPal, Visa, Mastercard, eBay, Stripe, Mercado Pago).

⁽¹⁰⁾ MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia. Come intelligenza artificiale e DLT stanno trasformando lo strumento monetario*, Torino, 2022, p. 68; BANK OF ENGLAND, *Enable, Empower, Ensure: A New Finance for the New Economy*, discorso tenuto da Mark Carney, governatore della *Bank of England*, 20 giugno 2019, rinvenibile al sito: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2019/enable-empower-ensure-a-new-finance-for-the-new-economy-speech-by-mark-carney>; BANQUE DE FRANCE, *Libra sous l'œil des banques centrales*, discorso tenuto da Villeroy de Galhau, governatore della *Banque de France*, 25 giugno 2019, rinvenibile al sito: <https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/interview-obs-de-francois-villeroy-de-galhau-25-juin-2019.pdf>.

MiCAR è in parte la risposta dell'UE al dibattito politico che ha sollevato la proposta Libra⁽¹¹⁾, infatti i *crypto-asset* a cui è dedicata particolare attenzione sono proprio gli *stablecoin*.

Ambito di applicazione

Il presupposto teorico da cui parte il legislatore è il principio di neutralità tecnologica, secondo il quale attività simili devono essere assoggettate alla medesima disciplina, ed è riassumibile nei seguenti termini: «stessa attività, stessi rischi, stesse norme». Conseguentemente le cripto-attività che già rientrano negli atti legislativi dell'Unione continueranno ad essere disciplinate dal quadro normativo esistente. Il regolamento MiCA infatti non trova applicazione relativamente ai *crypto-asset* qualificabili come: (i) strumenti finanziari quali definiti dalla MiFID II; (ii) depositi, compresi quelli strutturati, che continueranno ad essere disciplinati dalla direttiva 2014/49/UE, relativa al sistema di garanzia dei depositi; (iii) fondi, disciplinati dalla direttiva 2015/2366 (c.d. PSD2), eccetto si tratti di *token* di moneta elettronica; (iv) posizioni inerenti alla cartolarizzazione di crediti, così come definita dall'art. 2, punto 1, Reg. 2017/2402, il quale continua ad essere il punto di riferimento della disciplina; (v) prodotti assicurativi e prodotti pensionistici⁽¹²⁾.

Il principio di neutralità tecnologica impone un approccio caso per caso. Pertanto, nell'ambito di ciascuna ICO (*initial coin offering*), occorre andare a verificare la natura del *token* che viene emesso, per individuare la disciplina applicabile, se il regolamento MiCA o quello corrispondente alla natura del *token* oggetto di offerta al pubblico⁽¹³⁾. L'approccio introdotto dal MiCAR è pertanto un approccio in negativo: esso troverà applicazione soltanto nelle ipotesi in cui il *crypto-asset* non può essere qualificato in altro modo⁽¹⁴⁾. L'assenza di criteri univoci ai fini della qualificazione di un *asset* in un senso o nell'altro implica l'importanza dell'interpretazione dell'operatore, o meglio dell'offerente, in sede di emissione o ammissione alla negoziazione della cripto-attività. Come meglio si vedrà *infra*,

⁽¹¹⁾ ZETZSCHE, ANNUNZIATA, ARNER e BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, in EBI, *Law Working Paper Series*, 2020, p. 4, rinvenibile al sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3725395.

⁽¹²⁾ *Considerando* n. 9 e art 2.4, Reg. 2023/1114.

⁽¹³⁾ MATTASOGLIO, *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)?*, in *Rivista di diritto bancario*, 2021, II, p. 422 ss.

⁽¹⁴⁾ LENER e FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della Commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari "crittografati"?*, 9 ottobre 2020, rinvenibile al sito: <https://www.dirittobancario.it/art/cripto-attivita-prime-riflessioni-sulla-proposta-della-commissione-europea-nasce-una-nuova-disciplina/>; ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, 15 ottobre 2020, rinvenibile al sito <https://www.dirittobancario.it/art/verso-una-disciplina-europea-delle-cripto-attivita-riflessioni-margine-recente-proposta-commissione/>.

sono questi ultimi, i soggetti responsabili della qualificazione della cripto attività, la quale può non essere condivisa dalle autorità ⁽¹⁵⁾. Il legislatore è ben consapevole di questa problematica. Infatti, «al fine di garantire una chiara distinzione tra, da un lato, le cripto-attività disciplinate dal presente regolamento e, dall'altro, gli strumenti finanziari», l'ESMA dovrà emanare «orientamenti sui criteri e sulle condizioni per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari» ⁽¹⁶⁾.

Il regolamento individua e disciplina tre differenti tipologie di *crypto-asset*:

- *token* collegati ad attività, *asset-referenced token* (ART) nella versione inglese, ossia una tipologia di *crypto asset* che «non è un *token* di moneta elettronica e che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali» ⁽¹⁷⁾;
- *token* di moneta elettronica, *e-money token* (EMT), ossia «un tipo di cripto-attività che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale» ⁽¹⁸⁾, ad esempio *Binance USD*, ancorato 1:1 al dollaro;
- cripto attività diverse da ART e EMT (individuate in negativo, rispetto alle due categorie di *stablecoin supra* menzionate), tra cui si annoverano gli *utility token*, ossia «un tipo di cripto-attività destinato unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente» ⁽¹⁹⁾.

Escluse dall'ambito di applicazione del MiCAR sono anche gli NFT (*non-fungible-token*), ossia quelle cripto-attività che sono uniche e non fungibili con altre cripto-attività, tra cui vi sono, le opere d'arte digitale e gli oggetti da collezione. Sebbene queste ultime possano, al pari delle altre cripto-attività, essere accumulate a fini speculativi, esse devono ritenersi escluse dall'ambito di applicazione del Regolamento in quanto il loro valore non può essere determinato mediante confronto con un'attività di mercato esistente o un'attività equivalente ⁽²⁰⁾. Affinché un *crypto-asset* possa essere considerato infungibile non è sufficiente la «mera attribuzione di un identificativo unico» in quanto la fungibilità deve essere parametrata rispetto «all'attività o i diritti rappresentati»; pertanto se una cripto-attività appare

⁽¹⁵⁾ PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra mifidizzazione della MiCA e tokenizzazione della Mifid*, Torino, 2023, p. 10.

⁽¹⁶⁾ *Considerando* n. 14, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁷⁾ Art 3.1, punto 6, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁸⁾ Art 3.1, punto 7, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁹⁾ Art 3.1, punto 9 *considerando* n. 18, Reg. 2023/1114.

⁽²⁰⁾ Art 2.3 e *considerando* n. 10, Reg. 2023/1114.

infungibile, ma le sue caratteristiche fattuali o quelle dei diritti o attività sottese la rende fungibile e non unica, allora rientra nell'ambito di applicazione del MiCAR ⁽²¹⁾.

Il Regolamento non è destinato ad essere applicato qualora le cripto-attività siano utilizzate nell'ambito di operazioni infragruppo e qualora vengano in rilievo alcuni enti pubblici, quali ad esempio, la BCE, le banche centrali degli stati membri, la Banca europea per gli investimenti, il Fondo europeo di stabilità finanziaria, il meccanismo europeo di stabilità, in quanto in questi casi non sussistono «rischi per la tutela degli investitori, l'integrità del mercato, la stabilità finanziaria il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento, la trasmissione della politica monetaria o la sovranità monetaria» ⁽²²⁾.

Non rientrano nel perimetro del MiCAR le attività digitali emesse da banche centrali o autorità pubbliche ⁽²³⁾.

Il Regolamento non trova applicazione nemmeno nelle ipotesi in cui «i servizi per le cripto-attività siano prestate in modo completamente decentrato senza alcun intermediario», e qualora i *crypto-asset* non abbiano un emittente identificabile, compresi quelli che sono creati a titolo di ricompensa o offerti gratuitamente per il mantenimento del registro distribuito, primo fra tutti, *bitcoin* ⁽²⁴⁾. In quest'ultimo caso, tuttavia, le norme che non trovano applicazione sono solo quelle relative all'emissione e all'ammissione alla negoziazione (titoli II, III e IV), in quanto coloro che prestano servizi relativamente a cripto attività senza un emittente identificabile, sono comunque soggetti all'applicazione del MiCAR relativamente alle norme per essi dettate ⁽²⁵⁾.

Rimane al di fuori del perimetro applicativo del MiCAR il cuore pulsante del mondo *crypto*, ovvero tutti quei fenomeni di completa decentralizzazione, partendo dai *crypto-asset* creati e offerti in modo completamente decentralizzato (*bitcoin* primo fra tutti), fino ad arrivare alle c.d. DAO (*Decentralized Autonomous Organisation*), espressione piena e compiuta della finanza decentralizzata (*DeFi*). Una DAO è una organizzazione decentralizzata la cui gestione è affidata ad un *software*, ad uno *smart contract*, che provvede alla gestione della stessa, e alle operazioni sui *token* che vengono offerti al pubblico, in modo autonomo rispetto a partecipanti e programmatori: nessuno assume il ruolo di amministratore e nessuno può esercitare un controllo esclusivo ⁽²⁶⁾.

⁽²¹⁾ Considerando n. 11, Reg. 2023/1114.

⁽²²⁾ Considerando n. 12 e art 2.2, Reg. 2023/1114.

⁽²³⁾ Considerando n. 13, Reg. 2023/1114.

⁽²⁴⁾ Considerando n. 26 e art 4.3, Reg. 2023/1114.

⁽²⁵⁾ Considerando n. 22, Reg. 2023/1114.

⁽²⁶⁾ FURLANI, *DAO: cosa sono e come costituirne una in Italia*, in *Bitcoin e cripto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, cit., p. 54.

Il legislatore del MiCA si occupa della regolamentazione delle ICO e della prestazione dei servizi relativi a cripto-attività, solo laddove vi sia un soggetto emittente o un prestatore chiaramente identificabile, secondo una logica “tradizionale” del mondo dei mercati finanziari. Tuttavia, i tempi della normazione, soprattutto a livello europeo, sono molto dilatati e conseguentemente il legislatore non è in grado di tenere il passo di una realtà così mutevole. Basti pensare che le ICO, oggetto precipuo della disciplina del MiCAR, dopo il picco di interesse raggiunto nel 2018, sono oggi in fase di abbandono, anche perché il loro successo nasceva dalla sostanziale assenza di regole ⁽²⁷⁾.

Cripto-attività diverse dai *token* collegati ad attività e dai *token* di moneta elettronica

Il titolo II del Regolamento MiCA disciplina l’offerta al pubblico ⁽²⁸⁾ e l’ammissione alla negoziazione di *token* diversi dagli ART e dagli EMT, tra cui sono compresi sia gli *utility token*, sia gli *hybrid token*.

Innanzitutto, l’emissione di questi *token* è riservata alle sole persone giuridiche, anche situate al di fuori dell’Unione ⁽²⁹⁾, ed è necessario che sia redatto, notificato e pubblicato un *white paper*, che siano redatte e pubblicate le eventuali comunicazioni di *marketing* e che siano rispettate le regole di condotta previste dal Regolamento ⁽³⁰⁾. L’emissione di «altre cripto-attività», al pari dei *token* di moneta elettronica, è pertanto soggetta a requisiti meno stringenti rispetto ai *token* collegati ad attività (ART), per i quali, come si vedrà *infra*, il MiCAR prevede l’autorizzazione all’emissione da parte dell’autorità competente ⁽³¹⁾.

Gli obblighi relativi al *white paper* e alla pubblicazione delle comunicazioni di *marketing*, ma non alla redazione di dette comunicazioni, non si applicano qualora ⁽³²⁾:

- l’offerta è effettuata a meno 150 persone fisiche o giuridiche per ogni stato membro, e tali persone agiscono per proprio conto;

⁽²⁷⁾ MATTASSOGLIO, *op. cit.*, p. 425-

⁽²⁸⁾ Definita dall’Art 3 come: «una comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell’offerta e sulle cripto-attività offerte così da consentire ai potenziali possessori di decidere se acquistare tali cripto-attività».

⁽²⁹⁾ ANNUNZIATA, *The Licensing Rules in MiCA*, 2023, p. 114, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4346795; PATZ e WETTLAUER, *E-Money Tokens, Stablecoins, and Token Payment Services*, in *The law of crypto-assets: a Handbook*, a cura di Maume, Maute e Fromberger, Londra, 2022, p. 266.

⁽³⁰⁾ Art 4.1, Reg. 2023/1114.

⁽³¹⁾ Art 18, Reg. 2023/1114.

⁽³²⁾ Art 4.2, Reg. 2023/1114.

- il corrispettivo totale dell'offerta, per i 12 mesi successivi all'offerta stessa, non supera 1 milione di euro, o l'equivalente determinato in altra valuta ufficiale o in cripto-attività⁽³³⁾;
- l'offerta di cripto-attività è rivolta esclusivamente a investitori qualificati se solo questi ultimi possono detenerla.

Un'ulteriore esenzione è prevista qualora la cripto-attività sia destinata ad essere usate solo «in cambio di beni o servizi in una rete limitata di esercenti con accordi contrattuali con l'offerente»⁽³⁴⁾. Tale scelta è coerente con i presupposti e la *ratio* del regolamento: nell'ipotesi in cui la cripto-attività sia poco diffusa, essa non può rappresentare un pericolo per la stabilità finanziaria. Tuttavia, qualora il valore dell'offerta di questa particolare tipologia di *token* superi comunque il milione di euro, l'emittente deve notificare all'autorità un documento contenente una descrizione dell'offerta e la motivazione del perché essa dovrebbe ritenersi esentata nei termini sopra spiegati. Sarà a quel punto l'autorità competente a stabilire se quell'offerta può beneficiare o meno dell'esenzione⁽³⁵⁾. L'emittente può però decidere comunque di redigere, notificare e pubblicare il *white paper* anche nel caso in cui sia esentato dal farlo. In tal caso si applicheranno le norme previste dal Regolamento⁽³⁶⁾. Non sono previsti limiti alla durata dell'offerta se non nell'ipotesi in cui essa abbia ad oggetto *utility token* che permettono l'accesso a beni o servizi non ancora esistenti o disponibili: in tal caso la durata dell'offerta non può essere superiore a 12 mesi⁽³⁷⁾.

Per quanto riguarda l'ammissione alla negoziazione su una piattaforma di cripto-attività, gli adempimenti sono gli stessi previsti per l'emissione. In seguito ad un accordo tra emittente e gestore della piattaforma, concluso per iscritto, è possibile che sia quest'ultimo ad effettuare gli adempimenti previsti dalla legge⁽³⁸⁾. L'unica ipotesi, in cui la notifica e la pubblicazione del *white paper* non sono necessari, è quella in cui la cripto-attività sia già ammessa alla negoziazione su un'altra piattaforma e pertanto gli adempimenti relativi al *white paper* siano già stati adempiuti⁽³⁹⁾.

⁽³³⁾ Non è infrequente che il corrispettivo per l'emissione di cripto-attività sia determinato in un'altra cripto-attività

⁽³⁴⁾ Art 4.3, co. 1, lett. d, Reg. 2023/1114.

⁽³⁵⁾ Art 4.3, co. 3, Reg. 2023/1114.

⁽³⁶⁾ Art 7.8, Reg. 2023/1114.

⁽³⁷⁾ Art 4.6, Reg. 2023/1114.

⁽³⁸⁾ Art 5.3, Reg. 2023/1114.

⁽³⁹⁾ Art 5.4, Reg. 2023/1114.

Il *white paper* ⁽⁴⁰⁾, costituisce una sorta di “prospetto informativo” per il mondo cripto, è un documento volto a condividere con i potenziali sottoscrittori dell’offerta informazioni riguardanti il progetto sottostante, i *token*, e il procedimento di sottoscrizione ⁽⁴¹⁾. L’assenza di una disciplina specifica ha fatto sì che nella prassi esso assumesse le connotazioni più diffuse. Generalmente però, come è stato rilevato in dottrina, riportava una descrizione dettagliata del progetto che con la raccolta di capitale l’emittente voleva finanziare (scopo, analisi di mercato condotte, tempi e fasi dell’operazione, destinazione delle risorse raccolte), le indicazioni sulle funzionalità dei *token*, e sui diritti che attribuivano al detentore ⁽⁴²⁾. Esso veniva utilizzato spontaneamente dagli offerenti di cripto-attività e il MiCAR altro non ha fatto che prendere una prassi già diffusa, regolamentarla, e renderla obbligatoria. Tale scelta è stata effettuata perché accadeva, non di rado, che il *white paper* fosse incompleto e fuorviante, con conseguente non consapevolezza dell’investitore del rischio che stava correndo. È stato sottolineato come in taluni casi il *white paper* piuttosto che chiarire in positivo le caratteristiche dell’ICO e del *token* offerto al pubblico, mirasse a definire in negativo ciò che il *token* non era. Per esempio, si sottolineava come il *token* non fosse uno strumento finanziario, non consentisse di votare in assemblea, non conferisse dividendi o interessi e così via, al fine di eludere l’applicazione delle norme in materia di servizi di investimento, tra cui figura in particolare l’obbligo di pubblicazione del prospetto informativo ⁽⁴³⁾.

L’approccio seguito dal MiCAR non appare particolarmente innovativo perché, in primo luogo, rende obbligatorio un documento che, seppur con contenuti eterogenei, accompagnava già l’offerta di taluni *crypto-asset* e, in seconda battuta, le autorità di vigilanza dei vari paesi erano già intervenute per disciplinare almeno embrionalmente il

⁽⁴⁰⁾ L’origine del *white paper* può farsi risalire al 2009 quando il personaggio noto con lo pseudonimo di Satoshi Nakamoto pubblicò un documento in cui spiegava il funzionamento dell’ecosistema *bitcoin*, SATOSHI NAKAMOTO, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, rinvenibile al sito <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>; in tal senso, ZETZSCHE, ROSS, BUCKLEY, ARNER e FÖHR, *The ICO Gold Rush: It’s a scam, It’s a bubble, It’s a super challenge for regulators*, in EBI, *Working Paper Series*, 2018, n. 18, p. 10, rinvenibile al sito: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3072298.

⁽⁴¹⁾ SANDEI, *L’offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, 2022, p. 108; l’ESMA è molto attenta a garantire l’uso riservato e corretto della dicitura “prospetto informativo”, in quanto potrebbe indurre a ritenere che ci sia stata una approvazione da parte dell’autorità: una cosa è fornire un documento al fine di chiarire il funzionamento dell’ICO, un conto è pubblicare un prospetto approvato dall’autorità, ESMA, *Questions & Answers on Prospectus Regulation*, 3 febbraio 2023, p. 62, rinvenibile al sito https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1258_prospectus_regulation_qas.pdf.

⁽⁴²⁾ Sulle caratteristiche ha di solito un *white paper*, BOURVEAU, DE GEORGE, ELLAHIE e MACCIOCCHI, *The Role of Disclosure and Information Intermediaries in an Unregulated Capital Market: Evidence from Initial Coin Offerings*, agosto 2021, p. 13, rinvenibile al sito: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3193392.

⁽⁴³⁾ PIATTELLI, *op. cit.*, p. 317.

white paper ⁽⁴⁴⁾). Alla base del ragionamento del legislatore vi è l'assunto, a parer di qualcuno ingenuo, secondo cui l'introduzione di obblighi di *disclosure* e di trasparenza, siano idonei a riallineare la normale asimmetria informativa sussistente tra emittente e investitore. Nel Regolamento, tuttavia, questi obblighi sono disciplinati, come si è accennato *supra* e come si vedrà meglio *infra*, diversamente a seconda del *token* in questione, con la possibilità anche di essere esentati dagli obblighi relativi al *white paper* ⁽⁴⁵⁾.

Il *white paper* per i *token* diversi da ART ed EMT deve essere redatto nella lingua ufficiale dello «stato membro d'origine» ⁽⁴⁶⁾ in cui è effettuata l'offerta e, se l'offerta è effettuata anche in un altro Stato membro, nella lingua di tale Stato, oppure nella lingua «comunemente utilizzata negli ambienti della finanza internazionale» ⁽⁴⁷⁾, deve essere pubblica sul sito *web* dell'offerente o di colui che chiede l'ammissione alla negoziazione ⁽⁴⁸⁾. Il Regolamento MiCA prescrive il seguente contenuto ⁽⁴⁹⁾:

- informazioni sull'offerente o su colui che chiede l'ammissione alla negoziazione, ergo, fornire il nome, la sede legale, l'attività esercitata e informazioni sulla propria condizione finanziaria valutata in base all'andamento dell'attività e in base ai bilanci

⁽⁴⁴⁾ CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Rapporto finale*, 2 gennaio 2020, rinvenibile al sito https://www.consob.it/documents/1912911/1938506/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/e83b06b8-6e7a-2dd7-9fe5-f742e9f2621e; FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, edizione del 16 febbraio 2018, rinvenibile al sito: https://www.finma.ch/it/~/_media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitun-ico.pdf?sc_lang=it&hash=8C6FAD033EDB1A4963AC6E2BE2E013BE; BAFIN, *Initial coin offerings: High risks for consumers*, 17 novembre 2017, rinvenibile al sito: [https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp19-03.pdf](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2017/fa_bj_1711_ICO_en.html#:~:text=Because%20ICOs%20are%20potentially%20vulnerable,that%20are%20involved%20in%20such;FCA, Guidance on Cryptoassets, gennaio 2019, rinvenibile al sito: <a href=); AMF, *Discussion paper on initial coin offering (ICOs)*, ottobre 2017, rinvenibile al sito: [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/consultations_publicques/AMF%20public%20consultation%20on%20Initial%20Coin%20Offerings%20\(ICOs\).pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/consultations_publicques/AMF%20public%20consultation%20on%20Initial%20Coin%20Offerings%20(ICOs).pdf); per un primo commento si segnala CARRIERE, *Initial Coin Offerings (ICOs): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, 15 gennaio 2020, rinvenibile al sito: <https://www.dirittobancario.it/art/initial-coin-offerings-icos-italia-francia-due-approcci-regolatori-confronto/>.

⁽⁴⁵⁾ CASSARUBEA, *Il ruolo del white paper sulle offerte al pubblico di cripto-attività alla luce della proposta MiCA*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2022, p. 215.

⁽⁴⁶⁾ Esso è definito dall'art 3.1, n. 33, per l'offerente o la persona che chiede l'ammissione alla negoziazione di *token* diversi da ART ed EMT, nei seguenti termini:

- a) «Stato membro in cui l'offerente o la persona ha la propria sede legale» se la sede legale è posta in UE;
- b) se l'offerente o la persona hanno la sede legale al di fuori dell'UE, lo Stato membro in cui è posta la succursale, o in caso di più succursali quello scelto dall'offerente o dalla persona;
- c) in caso di assenza di succursali, il primo Stato in cui è stata fatta l'offerta o è stata chiesta l'ammissione alla negoziazione.

⁽⁴⁷⁾ Art. 6.9, Reg. 2023/1114.

⁽⁴⁸⁾ Art. 9.1, Reg. 2023/1114.

⁽⁴⁹⁾ Art. 6 e Allegato I, Reg. 2023/1114.

di esercizio. Qualora l'emittente della cripto-attività sia diverso dall'offerente o da colui che chiede l'ammissione alla negoziazione, devono anche essere fornite informazioni relative ad esso e, nel caso in cui sia il gestore della piattaforma a redigere il *white paper*, informazioni su di esso;

- informazioni sul progetto della cripto-attività, cioè nome del progetto e dell'*asset*, i dettagli sui soggetti coinvolti nel progetto, le risorse già assegnate al progetto, l'uso previsto per i fondi che si raccoglieranno e, se si tratta di *utility token*, le informazioni sui beni o servizi da sviluppare;
- informazioni sull'offerta al pubblico o sull'ammissione alla negoziazione tra cui si segnalano i seguenti: il prezzo di emissione delle cripto-attività, il metodo con cui esso è determinato, eventuali commissioni, il numero totale di cripto-attività emesse, i potenziali destinatari, il periodo di sottoscrizione qualora l'offerta abbia una durata limitata, il diritto applicabile, i tribunali competenti, i metodi di pagamento, eventuali conflitti di interesse delle persone coinvolte nonché l'indicazione che gli acquirenti hanno la facoltà di essere rimborsati se viene annullata l'offerta, se non viene raggiunto l'obiettivo minimo di sottoscrizione oppure qualora esercitino il diritto di recesso *ex art 13*, che prevede un diritto di recesso da esercitarsi entro 14 giorni dall'acquisto, salvo l'ipotesi in cui tali cripto-attività non siano state ammesse alla negoziazione prima dell'acquisto;
- informazioni sui diritti e obblighi connessi alla cripto-attività, tra cui la loro natura, le modalità di esercizio, le condizioni a cui essi possono essere modificati, restrizioni alla trasferibilità delle cripto-attività, il diritto applicabile e i tribunali competenti, se non è richiesta l'ammissione alla negoziazione, le informazioni su come e dove è possibile acquistarle dopo l'offerta e, se si tratta di *utility token*, informazioni relative alla quantità e qualità dei beni o servizi offerti nonché l'indicazione delle modalità con cui tali beni o servizi possono essere riscattati;
- informazioni relative alla tecnologia sottostante, una descrizione dettagliata del funzionamento della tecnologia registro distribuito ⁽⁵⁰⁾, se del caso, informazioni sul

⁽⁵⁰⁾ La tecnologia a registro distribuito è definita dall'Art 3 come «una tecnologia che consente il funzionamento e l'uso dei registri distribuiti», e il registro distribuito è definito come: «un archivio di informazioni in cui sono registrate le operazioni e che è condiviso da una serie di nodi di rete DLT ed è sincronizzato tra di essi, mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso».

meccanismo di consenso ⁽⁵¹⁾, i meccanismi di incentivazione per garantire le transazioni;

- informazioni sui rischi connessi all’offerta, all’emittente, all’attuazione del progetto e quelli associati all’utilizzo della tecnologia DLT utilizzata ed eventuali misure di attenuazione previste.

Tutte queste informazioni vanno presentate in modo chiaro, conciso e comprensibile, per permettere a colui che acquista cripto-attività di essere consapevole dell’investimento che va ad effettuare.

Il *white paper* di *token* diversi da ART e EMT, come è stato già rilevato, non è approvato dalle autorità e di ciò deve essere data informazione nello stesso ⁽⁵²⁾. Oltre a tutto ciò esso deve informare l’investitore degli ulteriori rischi generali relativi ai *crypto-asset*, ovverossia che la cripto-attività: (i) può perdere tutto il suo valore o una parte di esso; (ii) può non sempre essere trasferibile; (iii) può non essere liquida; (iv) può non essere scambiabile coi beni o servizi ad essi sottostanti soprattutto in caso di fallimento o abbandono del progetto; (v) non è coperta dai sistemi di indennizzo degli investitori di cui alla direttiva 97/9/CE; (vi) non è coperta dal sistema di garanzia dei depositi di cui alla direttiva 2014/49/UE, coerentemente col fatto essi siano esclusi dall’ambito di applicazione del MiCAR ⁽⁵³⁾.

Accompagnato al *white paper* vi è la sintesi di esso, «che in linguaggio breve e non tecnico, fornisce informazioni chiave sull’offerta al pubblico della cripto-attività». Essa deve contenere le seguenti indicazioni: (i) che deve essere letta come un’introduzione al *white paper*; (ii) che, non dovrebbe, da sola, determinare l’acquisto delle cripto-attività, e che tale decisione dovrebbe essere basata sul contenuto dell’intero *white paper*; (iii) che non costituisce prospetto informativo ai sensi del Regolamento 2017/1129.

Il *white paper* così redatto deve essere notificato all’autorità competente dello Stato membro d’origine e deve essere accompagnato dai motivi per cui le cripto-attività offerte non dovrebbero essere considerate *token* di moneta elettronica (EMT), *token* collegati ad attività (ART) o cripto-attività escluse dall’ambito di applicazione di tale Regolamento *ex art 2.4* (strumenti finanziari, depositi, e via discorrendo) ⁽⁵⁴⁾.

⁽⁵¹⁾ Definito dall’art 3 come: «le regole e le procedure con cui si raggiunge un accordo, tra i nodi di rete DLT, sulla convalida di un’operazione».

⁽⁵²⁾ Art 6.3, Reg. 2023/1114.

⁽⁵³⁾ *Considerando* n. 9 e art 6.5, Reg. 2023/1114.

⁽⁵⁴⁾ Art 8, Reg. 2023/1114.

L'art 11 del Regolamento prevede inoltre un “passaporto europeo” per l'emissione e l'ammissione alla negoziazione di cripto-attività: infatti, una volta che è stato pubblicato il *white paper*, esse possono essere offerte in tutta l'UE.

È onere di chi ha redatto e pubblicato il *white paper* procedere alla sua modifica qualora sopraggiunga un fatto nuovo significativo o un errore o imprecisione rilevante che possa influire sulla valutazione delle cripto-attività ed entro 5 giorni lavorativi dal ricevimento del *white paper* modificato ed esso viene inserito nel registro dei *white paper* tenuti dall'ESMA in cui essi sono conservati ⁽⁵⁵⁾.

Il MiCAR si occupa anche di disciplinare le comunicazioni di *marketing* relative alle cripto-attività: oltre ai requisiti di chiarezza, correttezza delle informazioni in esse contenute, è necessario precisare che esse non sono approvate da alcuna autorità e non possono essere diffuse prima della pubblicazione del *white paper* ⁽⁵⁶⁾.

Per procedere all'emissione di cripto-attività è altresì necessario rispettare le regole di condotta previste. È previsto in particolare l'obbligo di agire in modo onesto, corretto e professionale, gli emittenti devono comunicare con i possessori e potenziali possessori di cripto-attività in modo corretto chiaro e non fuorviante, e infine devono individuare, prevenire, gestire e segnalare eventuali conflitti di interesse ⁽⁵⁷⁾.

Le offerte di cripto-attività possono essere di due tipi: senza termine o con termine. In questa seconda ipotesi, nei 20 giorni successivi al termine dell'offerta stessa, gli offerenti devono pubblicare sul loro sito *web*, i risultati della sottoscrizione. Nell'ipotesi opposta invece, dell'assenza del termine, devono pubblicare, almeno con cadenza mensile, il numero di quote di cripto-attività in circolazione. I fondi raccolti in seguito all'emissione devono essere detenuti o una banca oppure da un prestatore di servizi per le cripto-attività che offre il servizio di custodia e amministrazione per conto dei clienti ⁽⁵⁸⁾.

Token collegati ad attività: disciplina dell'emissione

La seconda tipologia di *crypto asset* oggetto di disciplina sono i *token* collegati ad attività, *asset-referenced-tokens* nella versione inglese (ART), che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un paniere di valori. Come si è avuto modo di accennare *supra*, gli ART fanno parte della più ampia famiglia delle *stablecoin*, che costituiscono

⁽⁵⁵⁾ Art 12.5, Reg. 2023/1114.

⁽⁵⁶⁾ Art 7, Reg. 2023/1114.

⁽⁵⁷⁾ Art. 14, Reg. 2023/1114.

⁽⁵⁸⁾ Art. 10, Reg. 2023/1114.

l'oggetto precipuo della disciplina introdotta dal MiCAR. Il legislatore differenzia fra i *token* di moneta elettronica, che mirano a mantenere il loro valore stabile facendo riferimento a una valuta ufficiale, e i *token* collegati ad attività che invece, sono ancorati a un paniere di valori. Non vengono definiti le c.d. *stablecoin* algoritmiche, quei particolari *crypto-asset* che mirano a mantenere il loro valore stabile tramite l'utilizzo di *smart contract*: tipicamente essi adeguano l'offerta all'oscillazione della domanda con lo scopo di ridurre al minimo la volatilità ⁽⁵⁹⁾. Esse sono comunque soggette alle norme previste per gli ART, in quanto, quelle dettate per le *stablecoin* (ART o EMT) trovano applicazione indipendentemente dal meccanismo di stabilizzazione che viene utilizzato, ergo anche nel caso in cui esso sia un protocollo algoritmico ⁽⁶⁰⁾. Tuttavia, la poca compatibilità fra la normativa prevista per gli ART e le *algorithmic stablecoin* potrebbe creare problemi relativamente all'estensione dell'applicazione di tali norme: di fatto quest'ultima tipologia di *crypto-asset* vengono lasciate per larga parte non regolate considerando che le uniche norme ad essi applicabili sono quelle relative all'autorizzazione all'emissione e al *white paper* ⁽⁶¹⁾, non potendo trovare applicazione quelle relative alla riserva di attività.

L'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di ART è possibile solo da parte dell'emittente che deve essere, o una banca conforme ai requisiti di cui all'art 17, oppure una persona giuridica o un'impresa stabilita nell'Unione che ha ottenuto l'autorizzazione ai sensi dell'art 21 del Regolamento. È possibile l'emissione di ART anche da parte di soggetti diversi dalle persone giuridiche, purché sia adottata una forma giuridica che «garantisce un livello di tutela degli interessi dei terzi equivalente a quello offerto dalle persone giuridiche, e siano soggette a vigilanza prudenziale equivalente» ⁽⁶²⁾. L'autorizzazione all'emissione è valida in tutta l'Unione ⁽⁶³⁾.

I requisiti di cui all'art 17 per le banche e di cui all'art 21 per i soggetti diversi dalle banche non si applicano se per un periodo di 12 mesi, il valore medio, calcolato alla fine di ciascun giorno, del *token* offerto, non supera mai i 5 milioni di euro, oppure se l'offerta è diretta solo ad investitori qualificati e l'ART in questione può essere detenuto solo da loro ⁽⁶⁴⁾.

⁽⁵⁹⁾ ANNUNZIATA e CONSO, *op. cit.*, p. 35.

⁽⁶⁰⁾ Considerando n. 41, Reg. 2023/1114.

⁽⁶¹⁾ D MARTINO, *Regulating stablecoins as private money between liquidity and safety. The case of the EU "Market in crypto asset" (MiCA) Regulation*, in AMSTERDAM LAW SCHOOL, *Legal Studies Research Paper* 27-2022, p. 35, rinvenibile al sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4203885.

⁽⁶²⁾ Art 16.1, Reg. 2023/1114.

⁽⁶³⁾ Considerando n. 45, Reg. 2023/1114

⁽⁶⁴⁾ Art 16.2 e Considerando n. 43, Reg. 2023/1114.

Gli adempimenti richiesti variano a seconda che il soggetto offerente sia una banca o un altro soggetto, con una disciplina più stringente in quest'ultimo caso. Pur con graduazioni diverse, essi ruotano intorno all'obbligo di redazione del *white paper*, con l'obiettivo di garantire un adeguato flusso informativo agli investitori al fine di tutelarli (65).

Le «persone giuridiche o altre imprese» che vogliono offrire al pubblico un ART devono presentare una domanda di autorizzazione all'autorità competente del loro Stato d'origine (66). La domanda di autorizzazione deve contenere informazioni relative all'emittente (67), tra cui si segnalano: il programma operativo che definisce il modello di *business* dell'emittente, informazioni sui membri del consiglio di amministrazione compresa la dimostrazione che possiedono sufficiente onorabilità, professionalità e competenza. I requisiti degli esponenti aziendali si estendono anche a qualsiasi azionista o membro che direttamente o indirettamente possiede partecipazioni qualificate nell'emittente (68). Il Regolamento indica anche quali sono i requisiti richiesti affinché un esponente aziendale possa dirsi in possesso dei requisiti di onorabilità professionalità e competenza adeguati: essi non devono aver subito condanne penali o sanzioni, ai sensi del diritto commerciale, fallimentare o in materia di servizi finanziari o in relazione alla lotta al riciclaggio del denaro, al finanziamento del terrorismo, alla frode o alla responsabilità professionale. I membri del consiglio di amministrazione devono in aggiunta possedere la competenza, le conoscenze e l'esperienza adeguata ad amministrare l'emittente del *token* collegato ad attività (69). La domanda di autorizzazione deve contenere inoltre informazioni sui dispositivi di governance prescritti dall'art 34 (70), un parere giuridico secondo cui il *token* offerto non è qualificabile come una crypto-attività esclusa dall'ambito di applicazione del Regolamento o come un EMT e il *white paper* del *token* che si intende offrire al pubblico.

(65) D MARTINO, *op. cit.*, p. 38.

(66) Per la definizione di «stato membro d'origine», si veda *supra* nota 46.

(67) Ai sensi del paragrafo 6, art 18, l'EBA, in stretta collaborazione con l'ESMA elaborerà norme tecniche di regolamentazione on meglio specificare le informazioni dovute.

(68) Art 18.2, Reg. 2023/1114.

(69) Art 18.5, Reg. 2023/1114.

(70) Esso prescrive requisiti di governance relativamente ai requisiti di onorabilità, professionalità e competenza degli esponenti aziendali e di coloro che detengono partecipazioni qualificate nell'emittente, prevede l'obbligo di adottare politiche e procedure efficaci per garantire il rispetto del regolamento nonché di disporre di meccanismi di controllo e di salvaguardia efficaci per la gestione dei rischi ICT, conformemente a quanto previsto dal Regolamento 2022/2554 (DORA). Sempre nell'ambito della *governance* dell'emittente, è opportuno segnalare *ex art 31* l'obbligo di istituire e mantenere «procedure efficaci e trasparenti per il trattamento rapido, equo e coerente dei reclami ricevuti dai possessori di *token* collegati ad attività» e, *ex art 32*, di attuare e mantenere politiche e procedure efficaci per individuare, prevenire, gestire i comunicare i conflitti di interesse.

Il *white paper* deve contenere in modo chiaro, preciso e non fuorviante ⁽⁷¹⁾:

- informazioni sull'emittente del *token*, che sono sovrapponibili a quelle previste per i *token* diversi da ART ed EMT;
- informazioni sul *token* in questione: nome, forma, caratteristiche, dettagli dei soggetti coinvolti nell'operatività del *token*;
- informazioni sull'offerta al pubblico o sull'ammissione alla negoziazione dell'ART: il diritto applicabile all'offerta, i potenziali possessori a cui si rivolge, il periodo di sottoscrizione se l'offerta è a tempo limitato, i metodi di pagamento, le modalità e i tempi di trasferimento, l'importo che si intende raccogliere compresi gli obbiettivi minimi di sottoscrizione e l'indicazione che, qualora non riesca a raggiungere l'importo minimo di sottoscrizione, gli acquirenti hanno diritto al rimborso;
- informazioni sui diritti e obblighi del possessore del *token*: descrizione di essi, condizioni alle quali è possibile il loro esercizio o la loro modifica, eventuali restrizioni al trasferimento dei *token*, una descrizione dettagliata del credito rappresentato dal *token* ⁽⁷²⁾ e dei diritti dei possessori nel quadro di attuazione del piano di risanamento e di rimborso di cui si vedrà meglio *infra*;
- informazioni relative alla tecnologia utilizzata, sovrapponibili a quelle previste per i *token* diversi dagli ART ed EMT (si veda *supra*);
- informazioni sulla riserva di attività, con particolare riferimento alla sua composizione, al meccanismo volto ad allineare il valore della riserva al credito associato al *token* e all'eventuale investimento di una parte delle attività di riserva.

Al pari di quanto previsto per i *token* diversi dagli ART ed EMT, il *white paper* degli ART deve contenere informazioni sui rischi generalmente connessi all'utilizzo dei *crypto-asset* (si veda *supra*). Anche la disciplina relativa alla nota di sintesi è sovrapponibile a quanto previsto per i *token* diversi da ART ed EMT: essa deve essere letta come un'introduzione al *white paper*, non dovrebbe, da sola, determinare la decisione di acquistare il *token* collegato ad attività, la quale va effettuata sulla base dell'intero *white paper*, e infine, deve contenere un'avvertenza per cui l'offerta di ART non costituisce sollecitazione all'acquisto o offerta al pubblico di strumenti finanziari ⁽⁷³⁾. Qualsiasi modifica successiva del modello di *business* dell'emittente, che possa avere un'influenza significativa sulla decisione di acquisto della

⁽⁷¹⁾ Art 19 .1 e Allegato II, Reg. 2023/1114.

⁽⁷²⁾ Il possessore del *token* ha diritto al rimborso al valore nominale in qualsiasi momento e di tale diritto deve essere fatta menzione nella nota di sintesi, art 19.6, ult. comma.

⁽⁷³⁾ Art 19.6, Reg. 2023/1114.

cripto-attività, deve essere comunicata all'autorità competente ⁽⁷⁴⁾. La comunicazione avviene tramite la notifica di un *white paper* modificato che entro 30 giorni dal ricevimento dovrà essere approvato o rifiutato dall'autorità ⁽⁷⁵⁾.

Presentata domanda di autorizzazione all'emissione, l'autorità competente valuta quest'ultima nei successivi 25 giorni per quanto concerne la completezza, e qualora essa non sia riscontrata, fissa un termine entro cui l'emittente dovrà fornire le informazioni supplementari. Entro 60 giorni lavorativi dal ricevimento della domanda completa, le autorità competenti adottano un progetto di decisione pienamente motivato che verrà trasmesso all'EBA, all'ESMA e alla BCE. L'EBA e l'ESMA forniranno un parere motivato e non vincolante ⁽⁷⁶⁾ sulla qualificazione giuridica della cripto-attività effettuata dall'emittente ⁽⁷⁷⁾, mentre la BCE fornirà un parere sull'impatto che può avere l'emissione del *token* sulla stabilità finanziaria, sulla politica monetaria e sul regolare funzionamento dei servizi di pagamento ⁽⁷⁸⁾. Questi pareri sono comunicati all'autorità competente la quale, nei 25 giorni lavorativi successivi, adotta una decisione pienamente motivata che concede o rifiuta l'autorizzazione ⁽⁷⁹⁾.

I motivi di diniego sono espressamente previsti e devono essere obiettivi e dimostrabili ⁽⁸⁰⁾. L'autorizzazione è rifiutata qualora ⁽⁸¹⁾: (i) l'organo di amministrazione del richiedente possa mettere a repentaglio la sana e prudente gestione dell'emittente; (ii) i suoi membri o coloro che detengono partecipazioni qualificate nell'emittente non posseggano i requisiti di onorabilità, professionalità e competenza richiesti; (iii) il modello di *business* adottato può costituire una minaccia per la stabilità finanziaria e l'integrità del mercato; (iv) il parere rilasciato dalla BCE sia stato negativo in relazione ai rischi per il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento, trasmissione della politica monetaria o sovranità monetaria ⁽⁸²⁾.

Se l'autorizzazione all'emissione è stata ottenuta con mezzi irregolari o tramite la presentazione di false dichiarazioni, essa può essere revocata, così come nelle ipotesi in cui l'emittente abbia cessato la sua attività per un periodo superiore a sei mesi consecutivi, o

⁽⁷⁴⁾ Art 25.1, Reg. 2023/1114.

⁽⁷⁵⁾ Art 25.2, Reg. 2023/1114.

⁽⁷⁶⁾ *Considerando* n. 45, Reg. 2023/1114.

⁽⁷⁷⁾ *Ex art* 18.2, lett e, la domanda di autorizzazione deve contenere un parere motivato secondo cui il *token* collegato ad attività non è qualificabile né come una cripto-attività esclusa dall'ambito di applicazione del MiCAR, né come un *token* di moneta elettronica.

⁽⁷⁸⁾ Art 20, Reg. 2023/1114.

⁽⁷⁹⁾ Art 21.1, Reg. 2023/1114.

⁽⁸⁰⁾ *Considerando* n. 45, Reg. 2023/1114.

⁽⁸¹⁾ Art 21.2, Reg. 2023/1114.

⁽⁸²⁾ Art 21.4, Reg. 2023/1114.

non si sia avvalso dell'autorizzazione per 12 mesi consecutivi. Al pari, la revoca può aversi qualora l'emittente non soddisfi più le condizioni previste per l'emissione, in particolare nell'ipotesi in cui il *token* venga a costituire una minaccia per la stabilità finanziaria, l'integrità del mercato o il regolare funzionamento dei servizi di pagamento ⁽⁸³⁾.

Sempre nell'ottica di tutela degli investitori e con l'obiettivo di far fronte ai rischi per la stabilità finanziaria il MiCAR prevede dei requisiti di fondi propri per gli emittenti di ART: essi devono avere sempre a disposizione fondi propri pari o a 350mila euro, o al 2% dell'attività media di riserva ⁽⁸⁴⁾ (vedi *infra*) o un quarto delle spese fisse generali dell'anno precedente. I fondi che devono essere detenuti sono pari al valore più elevato fra questi tre ⁽⁸⁵⁾. Le autorità competenti possono però aumentare l'importo dei fondi richiesti fino al 20% in più rispetto a quanto previsto, qualora sia rinvenibile un «livello di rischio superiore» ⁽⁸⁶⁾. L'aumento richiesto dall'autorità può essere tra il 20 e il 40%, qualora in seguito ad una prova di *stress* dovesse risultare che i fondi propri detenuti dall'emittente siano insufficienti. Le prove di *stress*, effettuate periodicamente devono tenere in considerazione scenari gravi, ma plausibili di *stress* finanziario, come gli *shock* dei tassi di interesse, e di *stress* non finanziario come il rischio operativo ⁽⁸⁷⁾. I requisiti minimi per quanto riguarda l'elaborazione dei programmi relativi alle prove di *stress*, la procedura per l'adattamento dell'emittente ai requisiti supplementari di fondi richiesti dall'autorità e i criteri per richiedere un importo di fondi propri più elevato dovranno essere specificate dall'EBA, in stretta cooperazione con l'ESMA e la BCE entro il 30 giugno 2024 ⁽⁸⁸⁾.

Come anticipato *supra*, per le banche che intendono emettere un *token* collegato ad attività, la questione è molto più semplice in quanto non trovano applicazione le norme relative all'autorizzazione, alla revoca della stessa e ai requisiti di fondi propri ⁽⁸⁹⁾. Gli enti creditizi necessitano dell'approvazione ⁽⁹⁰⁾ del *white paper*, i cui criteri di redazione sono i medesimi, essendo essi dettati non facendo riferimento alla tipologia di emittente, bensì al

⁽⁸³⁾ Art 24, Reg. 2023/1114.

⁽⁸⁴⁾ Se l'emittente offre più *token* collegati ad attività, il 2% è calcolato in riferimento alla somma dell'importo medio delle attività di riserva a garanzia di ciascun *token*., art 35.1 penultimo comma.

⁽⁸⁵⁾ Art 35.1, Reg. 2023/1114.

⁽⁸⁶⁾ Ai sensi dell'art 35 la valutazione del livello di rischio è effettuata tenendo in considerazione la *governance* dell'emittente, la qualità e volatilità della riserva di attività, i rischi comportati dall'investimento di questa riserva, la capitalizzazione del *token*, il valore aggregato e il numero di operazioni regolate nel *token* e l'importanza dei mercati in cui questo *token* viene scambiato.

⁽⁸⁷⁾ Art 35.5, Reg. 2023/1114.

⁽⁸⁸⁾ Art 35.6, Reg. 2023/1114. Il *considerando* 44 afferma che le procedure nazionali già stabilite dalla direttiva

⁽⁸⁹⁾ Art 17.4 Reg. 2023/1114 che esclude per gli enti creditizi l'applicazione degli art. 16, 18, 20, 21, 24, 35,41 e 42.

⁽⁹⁰⁾ Il procedimento di «approvazione» è in parte disciplinato dal MiCAR ma dovrà essere successivamente specificato dall'EBA ai sensi dell'art 17.8.

token offerto. Il *white paper*, assieme ad un programma relativo al modello di *business* che si intende seguire, un parere giuridico secondo cui il *token* non è assimilabile a crypto-attività escluse dall'ambito di applicazione del MiCAR o a *token* di moneta elettronica, e una descrizione dettagliata dei dispositivi di governance richiesti dall'art 34, deve essere notificato all'autorità che, nei 20 giorni successivi, valuta la completezza della documentazione. Se è ritenuto opportuno l'autorità potrà chiedere un'integrazione delle informazioni presentate, che dovrà essere effettuata nei successivi 20 giorni. Le informazioni così ricevute sono comunicate alla BCE che elabora un parere entro 20 giorni. Qualora la banca centrale europea ritenga che l'emissione possa costituire un pericolo per la stabilità finanziaria, essa non avrà luogo ⁽⁹¹⁾. Non è pertanto richiesto il parere dell'EBA e dell'ESMA.

Non sono inoltre applicabili alle banche le norme relative ai fondi propri e alle prove di stress che devono essere effettuate, in quanto i requisiti previsti dal MiCAR devono ritenersi "assorbiti" in quelli richiesti dalla disciplina specifica dettata per gli enti creditizi ⁽⁹²⁾. Qualora si dovesse verificare una sovrapposizione fra la disciplina del MiCAR e quella prevista dalle norme nazionali di recepimento dalla CRD IV, gli enti creditizi devono far riferimento, fra le due, a quella che detta una disciplina più specifica o più rigorosa «garantendo in tal modo il rispetto di entrambe le serie di norme» ⁽⁹³⁾.

Altre norme che non trovano applicazione alle banche, per i motivi *supra* spiegati, sono quelle del Capo 4 del regolamento le quali prevedono un obbligo di informazione all'autorità competente qualora una persona fisica o giuridica intenda acquisire o cedere, direttamente o indirettamente, partecipazioni in un'emittente di ART, con l'effetto di aumentare o diminuire la partecipazione sociale o la quota dei diritti di voto al di sopra o al di sotto del 20%, 30%, 50% o in modo tale l'emittente venga controllato dall'acquirente o cessi di esserlo (in caso di vendita di partecipazioni la notifica va fatta anche nel caso in cui la partecipazione scenda al di sotto del 10%) ⁽⁹⁴⁾. Nel caso di acquisto di partecipazioni occorre notificare all'autorità il progetto di acquisizione, assieme a tutte le informazioni richieste dalle norme tecniche di regolamentazione che saranno elaborate dall'EBA. L'autorità, valutato il progetto (anche in seguito alla richiesta di informazioni supplementari) può opporsi all'acquisizione, qualora non ritenga sufficiente la reputazione, le conoscenze,

⁽⁹¹⁾ Art 17, Reg. 2023/1114

⁽⁹²⁾ Si tratta della direttiva 2013/36/UE (CRD IV) e il regolamento 575/2013 (CRR).

⁽⁹³⁾ *Considerando* n. 45, Reg. 2023/1114.

⁽⁹⁴⁾ Art 41, Reg. 2023/1114.

le competenze o la solidità finanziaria del candidato acquirente, oppure qualora sussistano fondati motivi per sospettare che, in relazione al progetto di acquisizione, sia in corso un'operazione di riciclaggio di denaro o finanziamento del terrorismo ⁽⁹⁵⁾.

Tirando quindi le fila del discorso, l'emissione di un *token* collegato ad attività è molto più onerosa, relativamente agli adempimenti "amministrativi", dell'emissione di un'altra tipologia di *token*: nel primo caso è necessaria una approvazione/autorizzazione, nel secondo è sufficiente la semplice notifica del *white paper*. Il procedimento si differenzia ulteriormente a seconda che l'emittente sia o meno un soggetto bancario. In attesa di specificazione, da parte dell'EBA, del procedimento di «approvazione», le tempistiche per l'emissione di un *token* collegato ad attività da parte di un ente creditizio sono circa il triplo più lunghe qualora l'emissione sia effettuata da un soggetto non bancario.

Riserva di attività per gli ART e regole di comportamento

Gli emittenti di *token* collegati ad attività ⁽⁹⁶⁾ hanno l'obbligo di costituire e mantenere in ogni momento una riserva di attività, in modo tale da far fronte ai rischi associati ai *token* emessi, e al rischio di liquidità legato al diritto di rimborso di ciascun possessore di *token* ⁽⁹⁷⁾. Si tratta di una specificazione del generale obbligo, sancito dall'art. 27 «di agire in modo onesto, corretto e professionale nel miglior interesse dei possessori di *token* collegati ad attività». La riserva di attività coincide con il paniere di *asset* a cui l'ART è ancorato.

I possessori dei *token* hanno diritto in qualunque momento al rimborso. Il regolamento prospetta due possibili modalità di rimborso: o un rimborso per equivalente pagando un importo in fondi (diversi dalla moneta elettronica) equivalente al valore di mercato delle attività collegate al *token*, oppure consegnando direttamente queste ultime al possessore del *token*. Le procedure e i criteri seguiti per assicurare il rimborso devono essere elaborate dall'emittente e devono essere oggetto di comunicazione nel *white paper* ⁽⁹⁸⁾. Ad ogni emissione di nuovi *token*, o rimborso degli stessi, deve corrispondere un aumento o diminuzione della riserva ⁽⁹⁹⁾.

I possessori dei *token* non hanno in nessun caso diritto a ricevere interessi in relazione al *token*, posto che l'art 40 vieta all'emittente la concessione degli stessi. Onde evitare che

⁽⁹⁵⁾ Art 42, Reg. 2023/1114.

⁽⁹⁶⁾ Sia le banche che le altre imprese autorizzate all'emissione di ART.

⁽⁹⁷⁾ Art 37.1, Reg. 2023/1114

⁽⁹⁸⁾ Art 39, Reg. 2023/1114.

⁽⁹⁹⁾ Art 36.6, Reg. 2023/1114.

tale divieto possa essere aggirato, si specifica, al paragrafo 2, che son considerati «interessi», «qualsiasi remunerazione o altri benefici legati alla durata del periodo di detenzione dei *token* collegati ad attività».

La riserva di attività deve essere gestita in modo tale da coprire i rischi di mercato e il rischio di cambio e va utilizzata qualora l'emittente non sia più in grado di far fronte ai proprio obblighi verso i possessori del *token* (tipicamente in caso di insolvenza). Essa deve essere pari ad almeno il valore dei *token* in circolazione, garantendo in tal modo il rimborso dei possessori ⁽¹⁰⁰⁾. È previsto a tal proposito il principio della separazione patrimoniale. Tale riserva è giuridicamente separata, sia rispetto al patrimonio dell'emittente, sia rispetto ad altre riserve relative ad altri *token* collegati ad attività, e non può essere oggetto di aggressione da parte dei creditori dell'emittente, soprattutto in caso di insolvenza ⁽¹⁰¹⁾. Ad ogni *token* emesso, corrisponde pertanto una riserva di attività, anche nell'ipotesi in cui un *token* abbia una pluralità di emittenti ⁽¹⁰²⁾.

Per quanto riguarda la custodia dell'attività di riserva il MiCAR prevede che debba essere affidata, innanzitutto a un soggetto diverso dall'emittente ⁽¹⁰³⁾ e, a seconda della sua composizione ⁽¹⁰⁴⁾:

- a un prestatore di servizi per le cripto-attività, che presta il relativo servizio di custodia e amministrazione, qualora l'attività di riserva sia costituita da cripto-attività. La detenzione in custodia delle cripto-attività avviene tramite la detenzione dei mezzi di accesso alle stesse, i quali, se del caso, sono costituiti da chiavi crittografiche private ⁽¹⁰⁵⁾;
- a un'impresa di investimento, che presta il relativo servizio di custodia e amministrazione, qualora la riserva di attività sia costituita da strumenti finanziari. Gli strumenti finanziari sono registrati in un conto separato, a nome dell'emittente ⁽¹⁰⁶⁾;
- a una banca, per qualunque tipologia di attività di riserva. Se si tratta di fondi essi sono custoditi in un conto aperto nei libri contabili, a nome dell'emittente ⁽¹⁰⁷⁾, per

⁽¹⁰⁰⁾ Considerando n. 54, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁰¹⁾ Art 36.2, Reg. 2023/1114. Al paragrafo successive il MiCAR rinvia a norme tecniche di regolamentazione redatte dall'EBA, in collaborazione con l'ESMA e la BCE, per specificare ulteriormente i requisiti della riserva.

⁽¹⁰²⁾ Art 36.5, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁰³⁾ Art 37.4, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁰⁴⁾ Art 37.3, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁰⁵⁾ Art 37.6, lett. c, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁰⁶⁾ Art 37.6, lett. b, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁰⁷⁾ Art 37.6, lett. a, Reg. 2023/1114.

le altre attività gli enti creditizi devono verificarne la proprietà da parte degli emittenti e tenere un registro di tali attività di riserva ⁽¹⁰⁸⁾. La valutazione va fatta sulla base delle informazioni fornite dall'emittente stesso e, se disponibili, sulla base di prove esterne ⁽¹⁰⁹⁾.

La custodia di ciascun *asset* di riserva deve essere effettuata in modo tale che possano essere chiaramente identificati come appartenenti a una riserva di attività ⁽¹¹⁰⁾.

La designazione del depositario avviene tramite la conclusione di un contratto che deve stabilire ruoli, responsabilità, obblighi dei vari soggetti, nonché il diritto applicabile ⁽¹¹¹⁾. In caso di perdita dell'attività di riserva, il depositario è ritenuto oggettivamente responsabile verso l'emittente dell'ART a meno che non dimostri che la perdita è dovuta a causa a lui non imputabile, in particolare a un «evento esterno al di fuori del suo ragionevole controllo» ⁽¹¹²⁾.

L'emittente di *token* può investire la riserva di attività «unicamente in strumenti finanziari altamente liquidi con un rischio di mercato, un rischio di credito e un rischio di concentrazione minimi» ⁽¹¹³⁾. Tali strumenti finanziari devono essere custoditi con le stesse modalità dell'attività di riserva (vedi *supra*). Il MiCAR, che circoscrive la possibilità di investimento agli strumenti finanziari che presentano queste caratteristiche, rinvia a successive norme tecniche di regolamentazione, che andranno elaborate dall'EBA, per specificare quali strumenti finanziari possa dirsi che presentano rischi minimi ⁽¹¹⁴⁾.

Nell'ipotesi in cui l'emittente non rispetti i requisiti applicabili alla riserva di attività o ci siano fondati motivi di ritenere che non sarà più in grado di rispettare tali requisiti, l'autorità competente può imporre all'emittente di adottare una o più misure previste nel piano di risanamento ⁽¹¹⁵⁾. Quest'ultimo, elaborato dall'emittente e comunicato all'autorità nei sei mesi successivi all'autorizzazione all'emissione o, se l'emittente è una banca,

⁽¹⁰⁸⁾ Art 37.6, lett. d, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁰⁹⁾ Art 37.6, co.4, Reg. 2023/1114.

⁽¹¹⁰⁾ La questione è ribadita per tre volte nell'art 37.6 per le cripto-attività, per i fondi e per gli strumenti finanziari.

⁽¹¹¹⁾ Art 34.5, co. 2, Reg. 2023/1114.

⁽¹¹²⁾ Art 37.10, lett. d, Reg. 2023/1114.

⁽¹¹³⁾ Art 38.1, Reg. 2023/1114. Con rischio di mercato si intende il rischio di perdita che corre l'investitore in seguito alle variazioni generali del mercato, tra cui ad esempio variazione dei tassi di interesse, variazione dei prezzi delle merci, variazione del valore delle azioni e molti altri. Il rischio di credito rappresenta invece il rischio di perdita derivante dall'insolvenza del debitore. Il rischio di concentrazione è invece il rischio derivante da esposizioni verso controparti del medesimo settore economico, della stessa area geografica o che esercitano la stessa attività. Tutti e tre i rischi sono misurabili. In tal senso DELLAROSA e RAZZANTE, *Il nuovo sistema dei controlli interni nella banca. Riprogettare il sistema dopo Basilea 2, Mifid e compliance*, Milano, 2010, p. 67

⁽¹¹⁴⁾ Art 38.5, Reg. 2023/1114.

⁽¹¹⁵⁾ Art 46.3, Reg. 2023/1114.

all'approvazione del *white paper*, prevede l'adozione di misure volte a ripristinare la conformità della riserva di attività ai requisiti previsti dal regolamento, a consentire il mantenimento dei servizi offerti e la ripresa tempestiva delle attività qualora esse siano state interrotte ⁽¹¹⁶⁾. Esso è inoltre revisionato e aggiornato periodicamente da parte dell'emittente ⁽¹¹⁷⁾. L'attuazione del piano di risanamento costituisce causa di revoca dell'autorizzazione all'emissione ⁽¹¹⁸⁾.

Assieme al piano di risanamento l'emittente deve notificare il piano di rimborso, disciplinato dall'art 47, il quale comprende accordi contrattuali, procedure e sistemi, inclusa la designazione di un amministratore temporaneo, per garantire un equo trattamento di tutti i possessori dei *token*, in caso di insolvenza, risoluzione o revoca dell'autorizzazione all'emissione ⁽¹¹⁹⁾.

Qualora l'emissione di un *token* collegato ad attività abbia un valore superiore ai 100 milioni di euro, sono previsti ulteriori obblighi informativi con cadenza trimestrale. L'emittente deve comunicare all'autorità competente il numero dei possessori, il valore del *token*, l'entità della riserva di attività, il numero medio e il valore aggregato medio delle operazioni giornaliere nel trimestre pertinente e una stima del numero medio e del valore aggregato medio delle operazioni di scambio effettuate utilizzando quel particolare *token*. Con «scambio» si fa riferimento a «qualsiasi cambiamento della persona fisica o giuridica che ha diritto al *token* collegato ad attività a seguito del trasferimento» ⁽¹²⁰⁾.

Nell'ipotesi in cui il numero medio e il valore aggregato medio delle operazioni giornaliere che coinvolgono il *token*, quale mezzo di scambio, superi un milione di operazioni e 200 milioni di euro, l'autorità, in una logica di tutela della stabilità finanziaria, può far interrompere l'emissione della cripto-attività e, nei successivi 40 giorni, l'emittente dovrà presentare un piano per riportare questi valori al di sotto delle soglie prestabilite ⁽¹²¹⁾.

Token di moneta elettronica: emissione e disciplina

La terza tipologia di *crypto-asset* oggetto del regolamento MiCA sono i *token* di monete elettronica, *e-money token* nella versione inglese (EMT). Essi sono definiti dall'art

⁽¹¹⁶⁾ Art 46.1, Reg. 2023/1114.

⁽¹¹⁷⁾ Art 46.2, Reg. 2023/1114.

⁽¹¹⁸⁾ Art 24.1, lett e, Reg. 2023/1114.

⁽¹¹⁹⁾ Art 47, Reg. 2023/1114.

⁽¹²⁰⁾ Art 22.1, Reg. 2023/1114. Per quanto riguarda le modalità di stima delle operazioni associate all'uso del *token* come mezzo di scambio, si dovrà attendere la redazione di norme tecniche di regolamentazione da parte dell'EBA.

⁽¹²¹⁾ Art 23, Reg. 2023/1114.

2.1 punto 7 come: «un tipo di cripto-attività che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale». La scelta operata dal legislatore sul punto è netta, infatti essi «sono considerati moneta elettronica»⁽¹²²⁾. Conseguentemente i titoli II e III, della direttiva sulla moneta elettronica, la 2009/110/CE (EMD2), che disciplinano rispettivamente le condizioni per l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale degli Imel e l'emissione e il rimborso della moneta elettronica, si applicano ai *token* di moneta elettronica, laddove non espressamente derogati dal MiCAR.

Coerentemente con quanto previsto per la moneta elettronica⁽¹²³⁾ l'emissione degli EMT è riservata alle banche e agli istituti di moneta elettronica⁽¹²⁴⁾, per i quali il MiCAR non prevede alcun requisito ulteriore in aggiunta a quelli già previsti dalla legislazione vigente (in particolare le direttive e i regolamenti in materia di requisiti di capitale per gli istituti di credito e l'EMD2 per gli Imel)⁽¹²⁵⁾.

I possessori degli EMT sono titolari di un credito nei confronti dell'emittente, che procede all'emissione dei *token* al valore nominale e previo ricevimento di fondi. A fronte della richiesta da parte del possessore del *token*, l'emittente è obbligato a rimborsarlo pagando in fondi diversi dalla moneta elettronica. Le modalità di rimborso devono essere previamente indicate nel *white paper*, il quale andrà notificato all'autorità competente prima di procedere all'emissione⁽¹²⁶⁾.

Per poter offrire al pubblico o chiedere l'ammissione alla negoziazione del *token* di moneta elettronica è necessario essere l'emittente⁽¹²⁷⁾. Questa precisazione non veniva effettuata nella proposta di regolamento, per cui si veniva a creare un'ambiguità non da poco in quanto, poteva essere ammissibile un'interpretazione secondo cui un soggetto diverso dall'emittente poteva chiedere l'ammissione alla negoziazione, venendosi a creare una potenziale scissione fra emittente e "offerente". Questo avrebbe creato problemi in relazione al coordinamento con la PSD2 (direttiva 2015/2366). Quest'ultima pur non disciplinando l'emissione di moneta elettronica stabilisce «norme relative all'esecuzione delle operazioni di pagamento qualora i fondi siano moneta elettronica quale definita dalla direttiva 2009/110/CE». Essa prevede un dettagliato regime di trasparenza contrattuale in virtù del quale sussistono specifici obblighi informativi da parte del fornitore di servizi di pagamento.

⁽¹²²⁾ Art 48.2, Reg. 2023/1114.

⁽¹²³⁾ L'articolo di riferimento a livello interno è il 114 *bis* TUB.

⁽¹²⁴⁾ Art 48.2, Reg. 2023/1114.

⁽¹²⁵⁾ ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 115.

⁽¹²⁶⁾ Art 49, Reg. 2023/1114.

⁽¹²⁷⁾ Art 48.1, Reg. 2023/1114.

In presenza di una scissione tra emittente e offerente si poneva il tema del soggetto su cui andavano a gravare questi obblighi informativi. Nonostante questa non precisazione, il MiCAR nella sua formulazione embrionale si muoveva comunque nella logica della sostanziale identificazione fra emittente e offerente. Tuttavia, il problema è stato risolto alla radice prevedendo esplicitamente questa sovrapposizione ⁽¹²⁸⁾.

Per poter procedere all'emissione di un *token* di moneta elettronica è sufficiente, a differenza dei *token* collegati ad attività, la notifica del *white paper* all'autorità competente ⁽¹²⁹⁾. Il *white paper* dei *token* di moneta elettronica deve contenere ⁽¹³⁰⁾:

- informazioni relative all'emittente, ea quali sono sovrapponibili a quelle previste per il *token* diversi dagli ART e EMT (vedi *supra*);
- informazioni sul *token* che viene offerto (o ammesso alla negoziazione): nome, abbreviazione, descrizione dello stesso e i dettagli di tutte le persone fisiche e giuridiche che sono coinvolte nella progettazione e realizzazione della cripto-attività;
- informazioni sull'offerta al pubblico dei *token* di moneta elettronica o sulla sua ammissione alla negoziazione: ove possibile, il numero totale di quote di *token* in questione o il nome della piattaforma di negoziazione cui si chiede l'ammissione e il diritto applicabile all'offerta al pubblico del *token* di moneta elettronica e il tribunale competente;
- informazioni su diritti e obblighi connessi al *token*: innanzitutto va indicato il fatto che il possessore del *token* ha diritto al rimborso al valore nominale in qualunque momento ⁽¹³¹⁾, le condizioni alle quali è possibile modificare diritti e obblighi, e indicazione dei diritti dei possessori qualora l'emittente non sia in grado di adempiere

⁽¹²⁸⁾ CIRAOLO, *La disciplina degli e-money tokens tra proposta di Regolamento MiCA e normativa sui servizi di pagamento. Problematiche regolatorie e possibili soluzioni*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2022, p. 257.

⁽¹²⁹⁾ Art 48.1, Reg. 2023/1114.

⁽¹³⁰⁾ Art 51, e Allegato III, Reg. 2023/1114.

⁽¹³¹⁾ Ai sensi dell'art 114 *ter*, TUB, il detentore di moneta elettronica può chiedere il rimborso sia prima della scadenza del contratto di emissione, sia successivamente, sia per il valore monetario totale della moneta elettronica detenuta, sia nella misura richiesta qualora siano soddisfatti i requisiti richiesti dall'art 114 *ter* co 2, punto b, sottopunto 2. L'art 126 *novies* TUB prevede tre ipotesi in cui al rimborso possono essere applicate delle commissioni: (i) quando il rimborso è chiesto prima della scadenza del contratto; (ii) quando il detentore di ME recede prima della scadenza; (iii) quando il rimborso è chiesto più di un anno dopo la scadenza del contratto. Dall'analisi complessiva della normativa pare emergere che il contratto di emissione di ME debba prevedere un termine, scaduto il quale, per un anno, il detentore di moneta ha il diritto di richiederne il rimborso a titolo gratuito. Il rimborso può avvenire anche per una parte della ME detenuta qualora si tratti un Imel ibrido, ossia autorizzato a detenere i fondi consegnatoli dal cliente, anche per finalità diverse da quelle connesse alla ME. In tal senso GUERRIERI, *La moneta elettronica. Profili giuridici dei nuovi strumenti di pagamento*, Bologna, 2015, p. 78 ss.

ai propri obblighi, compresi i casi di insolvenza, oppure qualora sia attuato il piano di risanamento o il piano di rimborso ⁽¹³²⁾;

- informazioni sulla tecnologia utilizzata, sovrapponibili quasi completamente a quanto richiesto per i *white paper* delle altre cripto-attività regolamentate;
- informazioni sui rischi derivanti dall'utilizzo delle cripto-attività.

Al pari del *white paper* per i *token* diversi da ART e EMT, quello per gli *e-money token* deve contenere l'indicazione che non è stato approvato da alcuna autorità ⁽¹³³⁾ e una dichiarazione che il *token* di moneta elettronica non è coperto né dai sistemi di indennizzo degli investitori di cui alla direttiva 97/9/CE, né dal sistema di garanzia dei depositi di cui alla direttiva 2014/49/UE ⁽¹³⁴⁾. Anche in questo caso il *white paper* deve essere accompagnato da una nota di sintesi la cui disciplina è esattamente la stessa di quella prevista per le altre due tipologie di *token* ⁽¹³⁵⁾.

Il possessore del *token* di moneta elettronica non ha diritto ad ottenere interessi, in quanto l'art 50 del regolamento prevede il divieto, da parte dell'emittente, di concedere interessi, in modo del tutto analogo a quanto previsto dall'art 40 per i *token* collegati ad attività (vedi *supra*).

I fondi ricevuti dall'emittente del *token* di moneta elettronica dovranno essere depositati per il 30% presso un ente creditizio mentre l'investimento del restante deve essere effettuato in strumenti finanziari a basso rischio che rispecchiano i requisiti posti dall'art 38.1, ossia: rischio di credito, di mercato e di concentrazione minimi ⁽¹³⁶⁾; si rinvia in questo modo a quanto previsto per l'investimento dell'attività di riserva degli emittenti di *token* collegati ad attività.

Al pari degli emittenti di *token* collegati ad attività, gli emittenti di *token* di moneta elettronica devono predisporre un piano di risanamento e un piano di risoluzione, con l'unica differenza che il termine di sei mesi entro cui essi vanno notificati all'autorità competente decorre, non dall'autorizzazione all'emissione o approvazione del *white paper*, bensì dalla data di offerta, o ammissione alla negoziazione della cripto-attività ⁽¹³⁷⁾.

⁽¹³²⁾ Previsti dagli articoli 46-47, Reg. 2023/1114, per gli ART ma applicabili, *mutatis mutandis*, anche agli EMT in virtù del richiamo operato dall'art 55.

⁽¹³³⁾ Art 51.3, Reg. 2023/1114.

⁽¹³⁴⁾ Art 51.4, Reg. 2023/1114.

⁽¹³⁵⁾ Art 51.6, Reg. 2023/1114, per i *token* diversi da ART e EMT si faccia riferimento all'art 6.7, mentre per i *token* collegati ad attività si veda l'art 19.6. L'unica differenza riscontrabile è che la sintesi del *white paper* per i *token* diversi da ART e EMT non contiene l'indicazione che il possessore del *token* abbia diritto al rimborso.

⁽¹³⁶⁾ Art 54, Reg. 2023/1114.

⁽¹³⁷⁾ Art 55, Reg. 2023/1114.

L'assimibilità degli *e-money token* alla moneta elettronica ha l'effetto di trascinare con sé le problematiche giuridiche relative alla moneta elettronica, si pensi ad esempio alla suddivisione della responsabilità nella prestazione dei servizi di pagamento nelle ipotesi di pagamento non autorizzato. Le norme in materia sono focalizzate sull'individuazione di obblighi di varia natura a carico dei soggetti interessati: ciascuna delle parti è in pratica tenuta a sopportare le conseguenze degli eventi che ricadono all'interno della propria sfera di controllo⁽¹³⁸⁾. Il sistema si fonda su un onere dell'utente di disconoscimento tempestivo (13 mesi) di presunte operazioni di pagamento non autorizzate o non eseguite correttamente⁽¹³⁹⁾. A questo punto tocca al prestatore di servizi verificare la corretta autenticazione, registrazione e contabilizzazione dell'operazione e procedere al rimborso qualora la verifica abbia esito negativo. È l'utente a sopportare le perdite qualora l'operazione non autorizzata sia stata effettuata in seguito al suo agire fraudolento oppure per dolo o colpa grave. L'utente sopporta egli stesso le perdite nelle ipotesi in cui le operazioni riguardano cifre inferiori a 50 euro⁽¹⁴⁰⁾.

Tuttavia, qualora nel procedimento di pagamento sono interessati più soggetti, la ripartizione di responsabilità non è effettuata in modo chiaro⁽¹⁴¹⁾: in caso di transazioni mediante carta di credito potrebbero essere chiamati a rispondere sia l'emittente dello strumento di pagamento sia, se diversa da quest'ultimo, la banca che ha collocato la carta o presso cui è acceso il conto addebitato⁽¹⁴²⁾.

Qualora si faccia ricorso ad un *token* di moneta elettronica, oltre a queste problematiche, se aggiungono altre, prime fra tutte la presenza (oltre all'emittente del *token*) di un ulteriore soggetto, ovvero, tipicamente, un fornitore di servizi per le cripto-attività che offre il servizio di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto dei clienti. Tralasciando l'ipotesi di perdita di cripto-attività imputabile al prestatore di servizi, di cui egli risponde *ex art 75.8 MiCAR*, si pone il tema di come si inserisce questo soggetto all'interno del regime di responsabilità sancito dalla PSD2⁽¹⁴³⁾. Parte della dottrina muove

⁽¹³⁸⁾ CIRAIOLO, *Open Banking, Open Problems. Aspetti controversi del nuovo modello dei "sistemi bancari aperti"*, in *Rivista di diritto bancario*, 2020, I, p. 639; MESSORE, *I servizi di pagamento dopo la PSD2*, in *Banche, Intermediari e fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, a cura di Cassano, Di Ciommo, De Ritis, Milano, 2021, p.459.

⁽¹³⁹⁾ Art 71, Dir. 2015/2366 e art. 9, d. lgs., 11/2010.

⁽¹⁴⁰⁾ MIOTTO e SPERANZIN, *I pagamenti elettronici*, in *Diritto del fintech*, a cura di Cian e Sandei, Milano, 2020, p. 185.

⁽¹⁴¹⁾ CIRAIOLO, *La disciplina degli e-money tokens*, *op. cit.*, p. 261, si veda anche MIOTTO e SPERANZIN, *op. cit.*, p. 191.

⁽¹⁴²⁾ CIRAIOLO, *Pagamento fraudolento con carta di credito e ripartizione delle responsabilità. Dagli orientamenti attuali alla revisione della PSD*, in *Dir. banca e merc. Fin.*, 2017, I, p. 155 ss.

⁽¹⁴³⁾ CIRAIOLO, *La disciplina degli e-money tokens*, *op. cit.*, p. 262.

dall'assunto secondo cui la gestione di un *e-wallet*, è assimilabile a quella di un conto di pagamento posto che la chiave pubblica può essere assimilata all'IBAN, mentre la chiave privata ai codici utilizzati per autorizzare le singole operazioni ⁽¹⁴⁴⁾. In tal modo si potrebbe ipotizzare l'estensione, ai soggetti che gestiscono un portafoglio digitale, almeno la disciplina in materia di operazioni di pagamento non autorizzate, in modo tale da garantire certezza del diritto agli utenti e beneficiare di un sistema di regole dettagliate già rodiate e applicate ⁽¹⁴⁵⁾.

La somiglianza strutturale tra le criptovalute generalmente intese e la moneta elettronica è innegabile, così come è innegabile che la similitudine presenta sfumature diverse a seconda della caratteristica del *token* in considerazione: se ha o meno un emittente, se rappresenta o meno un credito nei confronti di essi (vedi *supra*). Considerando tutto ciò, la scelta netta del legislatore europeo di equiparare i *token* di moneta elettronica alla moneta elettronica, e la ratio generale del MiCAR, che è quella di tutelare il mercato e gli investitori, appare ragionevole la prospettazione dell'estensione del regime di responsabilità.

Token significativi

Ai fini di garantire più efficacemente la stabilità finanziaria e la protezione degli investitori il regolamento MiCA prevede, qualora siano soddisfatti determinati requisiti, l'accentramento della vigilanza su determinati *token* in capo all'EBA, che diviene pertanto l'autorità competente a discapito di quelle nazionali. I *token* oggetto di vigilanza da parte dell'EBA sono denominati «significati» e per la loro classificazione in tal senso bisogna tenere in considerazione ⁽¹⁴⁶⁾:

- numero dei possessori, superiore a 10milioni di euro;
- la capitalizzazione di mercato o l'entità della riserva di attività, superiore a 5miliardi di euro;
- il numero medio e il valore aggregato medio delle operazioni giornaliere in tale *token*, superiori rispettivamente a 2,5 milioni e 500milioni di euro;

⁽¹⁴⁴⁾ PERNICE, *Criptovalute, tra legislazione italiane e diritto vigente*, in *Ianus. Diritto e Finanza*, 2020, n. 21, p. 69-70. L'autrice segnala come questa opinione non sia pacifica in ragione differenza strutturale che sussiste tra il conto di pagamento, in cui il denaro depositato entra nella piena disponibilità del fornitore del servizio e il portafoglio elettronico in cui la valuta virtuale "depositata" rimane nella disponibilità esclusiva del proprietario che dispone delle chiavi private.

⁽¹⁴⁵⁾ CIRAIOLO, *op. cit.*, p. 262.

⁽¹⁴⁶⁾ Art 43.1, Reg. 2023/1114.

- il fatto che l'emittente del *token* è fornitore di un servizio di piattaforma di base designato come *gatekeeper* ai sensi del regolamento 2022/1925 ⁽¹⁴⁷⁾;
- la rilevanza delle attività dell'emittente del *token* su scala internazionale, le cui circostanze in base alle quali essa è valutata, andranno specificate successivamente da atti delegati adottati dalla commissione ⁽¹⁴⁸⁾;
- l'interconnessione del *token* o dei suoi emittenti con il sistema finanziario, la cui valutazione andrà anch'essa effettuata in base agli atti adottati dalla commissione di cui al punto sopra;
- il fatto che lo stesso emittente emetta almeno un altro *token* collegato ad attività o un altro *token* di moneta elettronica e presti almeno un servizio per le cripto-attività.

Le informazioni necessarie ai fini di tale valutazione sono comunicate all'EBA e alla BCE, almeno due volte l'anno dall'autorità nazionale competente, assieme, se pertinenti, a quelle che gli emittenti forniscono all'autorità nazionale ai sensi dell'art 22 ⁽¹⁴⁹⁾.

Se dalla relazione, che comunica tali informazioni, immediatamente successiva all'autorizzazione all'emissione, o all'approvazione del *white paper* ⁽¹⁵⁰⁾, oppure nel periodo contemplato da almeno due relazioni consecutive, emerge il soddisfacimento di almeno tre requisiti, il *token* può essere qualificato come «significativo» ⁽¹⁵¹⁾. In tal caso l'EBA elabora un progetto di decisione in tal senso, lo notifica all'emittente, alla BCE e all'autorità competente dello stato in cui ha sede l'emittente, i quali possono entro 20 giorni presentare osservazioni per iscritto ⁽¹⁵²⁾. Nei 60 giorni successivi al ricevimento dei pareri l'EBA decide in via definitiva se classificare quel *token* come significativo oppure no ⁽¹⁵³⁾ e ogni anno,

⁽¹⁴⁷⁾ Il Regolamento 2022/1925 va a disciplinare il mercato digitale unionario, in particolare il fenomeno delle piattaforme digitali, ossia quelle infrastrutture in grado di connettere tra di loro sistemi e utenti diversi; si pensi ai *matchmaker* digitali, che consentono l'incontro online di domanda e offerta di beni, tipo Amazon o eBay, si pensi alle piattaforme di servizi in cui l'incontro tra domanda e offerta riguarda non beni bensì servizi, tipo Uber, si pensi alle piattaforme di pagamenti che consentono trasferimenti di denaro tipo PayPal. Il *gatekeeper* definito dall'art 2 del Reg 2022/1925 è «un'impresa che fornisce servizi di piattaforma di base», i quali sono elencati sempre dall'art 2 e a titolo di esempio di posson citare, tra gli altri, i servizi di intermediazione *online*, il servizio di motore di ricerca *online*, i servizi di *social network online*.

Un *gatekeeper* viene designato come tale in virtù, o della sua importanza in quel particolare mercato, oppure perché «fornisce un servizio di piattaforma di base che costituisce un punto di accesso (*gateway*) importante affinché gli utenti commerciali raggiungano gli utenti finali». In ragione della loro importanza i *gatekeeper* sono destinatari di tutta una serie di obblighi stabiliti dal regolamento.

⁽¹⁴⁸⁾ Art 43.11, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁴⁹⁾ Art 43.4, co. 1, Reg. 2023/1114. L'art 22, come visto *supra*, prevede che gli emittenti di *token* collegati ad attività siano soggetti a obblighi informativi trimestrali sui *token* stessi qualora il valore di emissione sia superiore a 100 milioni di euro.

⁽¹⁵⁰⁾ A seconda che l'emittente sia una banca o un soggetto non bancario.

⁽¹⁵¹⁾ Art 43.2, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁵²⁾ Art 43.5, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁵³⁾ Art 43.6, Reg. 2023/1114.

sulla base delle informazioni a disposizione, rivaluta la classificazione del *token* come significativo (¹⁵⁴).

Il *token* può essere qualificato come significativo anche prima che venga emesso: la richiesta è effettuata dall'emittente stesso in sede di presentazione della domanda di autorizzazione o notifica del *white paper* per l'approvazione. L'autorità competente notifica il tutto all'EBA la quale elaborerà un progetto di decisione valutando se il *token* potrebbe soddisfare, sulla base quindi di un giudizio prognostico, i requisiti richiesti. Entro 60 giorni l'EBA è chiamato a decidere sulla questione. In caso di decisione positiva, siccome per i *token* significativi la vigilanza è trasferita a Parigi, sede dell'EBA, sarà quest'ultima ad autorizzare l'emissione della cripto-attività (¹⁵⁵).

Quanto detto in precedenza vale per i *token* collegati ad attività, tuttavia, anche i *token* di moneta elettronica possono essere qualificati come significativi. La valutazione è effettuata sulla base degli stessi criteri dettati per gli ART in virtù del richiamo operato dall'art 56; la fonte delle informazioni in base alla quale procedere alla valutazione è esattamente la medesima (¹⁵⁶). L'art 56.3, dettato per gli EMT, prevede, al pari del 43.4, dettato per gli ART, l'obbligo di comunicazione da parte dell'autorità competente, almeno due volte l'anno delle informazioni necessarie ai fini della qualificazione del *token* come significativo, più quelle ricevute ai sensi dell'art 22. Quest'ultimo articolo, di cui si è già trattato *supra*, non viene riproposto per la disciplina degli *e-money token*, bensì è dettato solo con riferimento ai *token* collegati ad attività. Il suo richiamo, tuttavia, in sede di disciplina di *token* di moneta elettronica significativi è indicativo del fatto che gli obblighi informativi da esso previsti, gravano anche sugli emittenti di *token* di moneta elettronica. A questo punto però si potrebbe porre un tema non indifferente: le comunicazioni di cui all'art 22 sono funzionali alla valutazione da parte dell'autorità di bloccare l'emissione di *token* collegati eccessivamente diffusi. Preso atto del fatto che l'art 22 è applicabile anche agli emittenti di *token* di moneta elettronica, non appare fuori luogo domandarsi se lo è anche l'art 23, con conseguente riconoscimento in capo all'autorità di vigilanza di interrompere l'emissione di un *token* di moneta elettronica, qualora dovessero essere superate le soglie previste. Una conferma in senso positivo potrebbe trarsi dal fatto che l'art 58, che prevede «obblighi aggiuntivi per gli emittenti di *token* di moneta elettronica», al paragrafo 3 sancisce l'applicabilità dell'art 23 «ai *token* di moneta elettronica denominati in una valuta che non è

(¹⁵⁴) Art 43.8, Reg. 2023/1114.

¹⁵⁵ Art 44, Reg. 2023/1114.

(¹⁵⁶) Art 56.3, Reg. 2023/1114.

una valuta ufficiale di uno stato membro», senza specificare se il *token* in questione debba essere significativo o meno.

Anche per i *token* di moneta elettronica è possibile la qualificazione come significativi in seguito all'iniziativa da parte dell'emittente con un procedimento che ricalca quanto già esposto per i *token* collegati ad attività ⁽¹⁵⁷⁾.

Per i *token* di moneta elettronica è prevista una deroga all'accentramento della vigilanza in capo all'EBA: essa non avviene qualora il *token* sia denominato in una valuta di uno stato membro diversa dall'euro e almeno l'80% del numero dei possessori e del volume delle operazioni sono concentrati nello stato membro d'origine ⁽¹⁵⁸⁾.

Gli istituti di moneta elettronica che emettono *token* di moneta elettronica significativi sono soggetti alle norme sulla riserva di attività previste per gli emittenti di ART, in particolare gli art 36-37-38 ⁽¹⁵⁹⁾, i quali, come già evidenziato, prevedono un obbligo di detenere una riserva di attività, onde far fronte alle richieste di rimborso del *token*, disciplinano le modalità di custodia di questa riserva e dettano requisiti stringenti per quanto riguarda l'investimento di questa attività di riserva. Agli istituti di moneta elettronica che emettono EMT significativi, l'art 58 del MiCAR dispone l'applicabilità delle norme, dettate per gli emittenti di ART, che prevedendo la possibilità per l'autorità di imporre l'aumento dei fondi propri o in seguito a prove di stress finanziario e non finanziario, o in seguito a una valutazione che porta a ritenere che il *token* presenti un livello di rischio superiore ⁽¹⁶⁰⁾.

La vigilanza dell'EBA sugli emittenti dei *token* significativi riguarda solo ed esclusivamente questi ultimi, non ulteriori *token* non significativi che possono essere emessi dal medesimo soggetto ⁽¹⁶¹⁾. La vigilanza è esercitata dall'EBA in luogo dell'autorità nazionale, se del caso in stretta cooperazione con le autorità nazionali che già vigilano sull'intermediario ai sensi della disciplina preesistente ⁽¹⁶²⁾: a titolo di esempio, se una banca dovesse emettere un *token* significativo, essa sarà soggetta sia alla vigilanza di Banca d'Italia, sia alla vigilanza dell'EBA, a cui il regolamento concede un'ampia serie di poteri per l'esercizio della vigilanza, tra cui la possibilità di richiedere informazioni ⁽¹⁶³⁾, di

⁽¹⁵⁷⁾ Art 57, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁵⁸⁾ Art 56.7, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁵⁹⁾ Art 58.1, lett a, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁶⁰⁾ Si parla degli art 36-37-38, 35 paragrafi 2-3-5, e poi anche l'art 45 par da 1 a 5, che prevedono obblighi aggiuntivi concernenti la *governance*.

⁽¹⁶¹⁾ Art 117.2, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁶²⁾ Art 117.5, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁶³⁾ Art 122, Reg. 2023/1114.

effettuare ispezioni ⁽¹⁶⁴⁾, conferisce poteri generali di indagine ⁽¹⁶⁵⁾, nonché imporre sanzioni pecuniarie qualora dovessero essere riscontrate una delle violazioni riscontrabili negli allegati V o VI del regolamento ⁽¹⁶⁶⁾.

White paper: ulteriori considerazioni e responsabilità

Come si ha già avuto modo di sottolineare, il *white paper* costituisce il “cuore pulsante” del fenomeno delle ICO, essendo il documento informativo su cui occorre basarsi per valutare l’acquisto del *token*. Esso preesiste alla disciplina MiCA, viene fatto proprio da essa e disciplinato. Ripercorrendo brevemente quanto già esposto, il *white paper* deve essere notificato all’autorità in caso di emissione avente ad oggetto *token* di moneta elettronica, *utility token* o *token* comunque diversi da quelli collegati ad attività o di moneta elettronica. Per quanto riguarda i *token* collegati ad attività, esso deve essere approvato dall’autorità competente, con un procedimento, differenziato a seconda che l’emittente sia o meno una banca. Nel secondo caso la procedura sarà meglio specificata dalla regolamentazione secondaria demandata all’EBA, nel primo caso invece è disciplinata dal regolamento e culmina con l’autorizzazione all’emissione di *token*.

Per come è concepito, il *white paper* non può che rimandare come forma e finalità al prospetto informativo, previsto per l’offerta di prodotti finanziari, che è preventivamente approvato dall’autorità ⁽¹⁶⁷⁾. L’impostazione del *white paper*, così come è stata pensata, è più tradizionale con riferimento agli ART, più innovativa invece con riferimento alle altre tipologie di *token*. Se per gli ART il controllo dell’autorità è *ex ante*, stante la necessità di approvazione del *white paper*, per gli altri *token* il controllo è solo ed esclusivamente *ex post*.

Questa impostazione è stata oggetto di critiche perché non consentirebbe una piena armonizzazione della disciplina, che invece sarebbe garantita da un completo controllo *ex ante* per ogni *token* offerto. Il controllo *ex post* dell’autorità non appare sufficiente a garantire un’adeguata tutela degli investitori, potendo benissimo accadere che alcuni di essi ricevano versioni diverse del *white paper* in seguito all’intervento dell’autorità ⁽¹⁶⁸⁾.

Altra critica che è stata mossa deriva dall’eccessivo appiattimento della disciplina del *white paper* sul prospetto informativo: il MiCAR introduce una disciplina finanziaria, o para-finanziaria, dei *crypto-asset*, e la regolamentazione analitica del *white paper* segue proprio

⁽¹⁶⁴⁾ Art 124, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁶⁵⁾ Art 123, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁶⁶⁾ Art 131, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁶⁷⁾ Art 94 *bis*, co. 1, TUF.

⁽¹⁶⁸⁾ ZETZSCHE, ANNUNZIATA, ARNER e BUCKLEY, *op. cit.*, p. 13.

questa logica. Tuttavia, il risultato che si rischia di ottenere potrebbe essere quello di una pratica inutilità del *white paper*: il rischio che gli investitori *retail* manco lo prendano in considerazione vista l'eccessiva quantità di informazioni in esso contenute e il linguaggio tecnico in cui esso è redatto. Il risultato finale potrebbe essere quello per cui il *white paper* viene redatto solo per adempiere all'obbligo richiesto dalla legge senza che possa svolgere un'effettiva funzione di informativa per gli investitori. Il fenomeno delle ICO rappresenterebbe l'occasione per ripensare agli obblighi di *disclosure* previsti in ambito finanziario, e sarebbe stato preferibile, anziché introdurre una disciplina finanziaria in scala ridotta, lasciare agli operatori di mercato libertà sulla redazione del *white paper* ⁽¹⁶⁹⁾. Una impostazione di questo tipo però non consentirebbe né uniformità, né tutela per gli investitori, contribuendo alla creazione di arbitraggi normativi (esattamente ciò che il MiCAR vuole scongiurare ⁽¹⁷⁰⁾). Tutto ciò senza considerare che, siccome l'esperienza insegna che sussiste un legame tra *disclosure* effettuata nel *white paper* e affidabilità dell'emittente ⁽¹⁷¹⁾, il rischio che un *white paper* “ben fatto” non sia preso in considerazione dagli utenti perché eccessivamente complesso e lungo sussiste anche qualora la sua redazione sia non obbligatoria e non regolamentata.

In realtà, a ben vedere, la scelta operata dal legislatore va nella direzione di voler mediare tra i due rischi opposti: appiattare eccessivamente la disciplina su quella del prospetto informativo e lasciare troppa libertà agli emittenti. Da un lato si è voluta rendere obbligatoria la redazione del *white paper* e disciplinarne il contenuto, dall'altro lo si è fatto in modo “leggero”. In primo luogo, una certa uniformità deve essere garantita e lasciare completa libertà agli operatori di mercato realizzerebbe esattamente l'opposto. In secondo luogo, la disciplina del *white paper* si discosta non poco da quella prevista per il prospetto informativo. Solo il *white paper* degli ART deve essere approvato dall'autorità, e il dettaglio di regolamentazione del contenuto del prospetto non è minimamente paragonabile al *white paper*: se a quest'ultimo sono dedicate una manciata di articoli in un regolamento di più ampio respiro, al prospetto informativo è dedicato un intero regolamento, il 2017/1129;

⁽¹⁶⁹⁾ FERRARINI e GIUDICI, *Digital offerings and mandatory disclosure: a market-based critique of MiCA*, in ECGI, *Law working paper* n. 605/2021, p. 21-24, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3914768. Gli autori sono tuttavia consapevoli che una scelta di questo tipo sarebbe di difficile realizzazione a causa delle pressioni politiche di senso contrario. Nel momento in cui esiste una disciplina di tutela degli investitori e accadono delle frodi in un campo non regolato da essa, è difficile sottrarsi alla pressione politica che spinge per estendere queste tutele.

⁽¹⁷⁰⁾ *Considerando* n. 5, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁷¹⁾ FLORYSIK e SCHANDLBAUER, *Experts or charlatans? ICO analysts and white paper informativeness*, 2022, p. 37 rinvenibile al sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3265007; FENG, LI, FRANCO WONG e ZHANG, *Initial coin offerings, blockchain technology, and white paper disclosures*, 2019, p. 29, rinvenibile al sito: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3256289.

giusto per fornire un altro esempio, alla sintesi del prospetto informativo il regolamento prospetto dedica un articolo intero, il 7, che consta di circa 2100 parole, alla sintesi del *white paper* il MiCAR dedica un paio di paragrafi per un totale di circa 300 parole⁽¹⁷²⁾. Occorre anche tenere in considerazione che il regolamento sul prospetto prevede tutta una serie di informazioni che sono irrilevanti per gli investimenti in *token*. La disciplina del prospetto è concentrata per la maggior parte sulle caratteristiche dell'emittente tralasciando lo strumento acquistato, nel caso delle ICO l'interesse maggiore è focalizzato sull'oggetto dell'offerta, sul *token* stesso. Quindi un semplice rimando alla regolamentazione del prospetto sarebbe inadeguato perché si ometterebbero informazioni rilevanti, si pensi ad esempio al *token*, alla sua struttura, alla tecnologia utilizzata e al meccanismo di consenso; inoltre, siccome la stragrande maggioranza degli emittenti non dispongono di contabilità e documentazione aziendale storica, una parte significativa delle informazioni richieste dal prospetto ordinario non potrebbero essere fornite⁽¹⁷³⁾.

La responsabilità da *white paper* è disciplinata dagli art 15, 26 e 52 a seconda del *token* a cui ci si riferisce e quanto previsto va in pratica a coincidere. Qualora l'emittente dovesse fornire nel *white paper* informazioni non complete, non corrette, non chiare o fuorviante e cagionare una perdita al possessore del *token*, egli risponderà nei confronti di quest'ultimo per i danni cagionati. L'onere di provare che l'inesattezza o incompletezza delle informazioni hanno avuto un impatto sulla decisione del possessore di acquistare, vendere o scambiare il *token*, grava sul possessore del *token*. La responsabilità per espressa previsione è estesa anche ai membri degli organi di amministrazione e controllo dell'emittente e qualsiasi limitazione contrattuale delle responsabilità è inefficace. È prevista poi l'esclusione della responsabilità qualora il danno sia derivante dalle informazioni contenute nella nota di sintesi: l'emittente e i suoi organi sociali non possono essere chiamati a rispondere di tali danni a meno che non sussista una (o entrambe) delle seguenti condizione: (i) è fuorviante, imprecisa o incoerente se letta congiuntamente con il *white paper*; (ii) non fornisce se letta

⁽¹⁷²⁾ Si tratta degli articoli 6.7 per i *token* diversi da ART e EMT, 19.6 per i *token* collegati ad attività e 51.6 per i *token* di moneta elettronica. La disciplina della nota di sintesi è praticamente coincidente salvo la differenza sull'indicazione per gli ART e EMT, del diritto al rimborso.

⁽¹⁷³⁾ KLÖHN, PARHOFER e RESAS, *Initial coin offerings (ICOs)*. *Economics and Regulation*, 2018, p 37, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3290882; sulla necessità che l'autorità europea chiarificasse quali informazioni richieste dal regolamento sul prospetto dovessero essere fornite nell'ambito di una ICO (il ragionamento in questione viene effettuato prima della presentazione della proposta MiCA ma è comunque indicativo della eccessiva ampiezza delle informazioni richieste dal regolamento prospetto qualora si parli di ICO), HACKER e THOMALE, *Crypto-securities regulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law*, 2017, p. 42, rinvenibile al sito:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820.

congiuntamente alle altre parti del *white paper* informazioni fondamentali per aiutare gli investitori ad acquistare il *token* offerto.

Come prima cosa balza all'occhio la scelta del legislatore europeo di discostarsi da quanto optato in materia di responsabilità da prospetto informativo: in quest'ultimo caso il regolamento prospetto all'art 11, rimetteva la regolamentazione al diritto nazionale, con conseguente differenziazione della normativa e verifica del fenomeno del *law shopping* (la scelta dello Stato in cui lanciare l'IPO diviene fondamentale considerando che cambia il regime di responsabilità). Nel MiCAR la scelta operata segue il modello normativo della responsabilità delle agenzie di *rating*, per le quali l'art 35 *bis* del regolamento 1060/2009 prevede una base minima uniforme a livello unionario ⁽¹⁷⁴⁾.

Uno degli aspetti ritenuti positivi è l'estensione della responsabilità, a differenza dell'art 11 del regolamento prospetto, direttamente in capo agli organi sociali, di amministrazione e controllo, e ai suoi membri ⁽¹⁷⁵⁾; scelta dettata dal fatto che tendenzialmente gli emittenti di *crypto-asset* sono giovani *start-up* con capitale azionario quasi nullo. La bassa capitalizzazione unita al beneficio della limitata responsabilità fa sì che coloro che governano la *start-up* abbiano molto da guadagnare dall'ICO ma poco da perdere in caso di mala gestione. In una situazione di questo tipo l'estensione della responsabilità a ulteriori soggetti serve per creare un fattore di deterrenza ⁽¹⁷⁶⁾.

È stato affermato *supra* come i regimi di responsabilità (conseguentemente anche i regimi dell'onere probatorio) da *white paper* siano i medesimi, indipendentemente dal *token* che viene offerto. Tuttavia, il *white paper* dei *token* collegati ad attività, viene approvato dall'autorità, che quindi effettua su di esso un controllo *ex ante*, mentre quello degli altri *token* è semplicemente oggetto di notifica all'autorità. Una differenziazione dei regimi autorizzatori dovrebbe portare come conseguenza quella di differenziare la disciplina dell'onere probatorio a seconda del *token* offerto. Il rischio è che l'eventuale mera notifica, oppure l'approvazione da parte dell'autorità, giochino ruoli diversi nella ripartizione dell'onere della prova a seconda dell'interpretazione che verrà data da ciascun giudice, oppure non ne giochino affatto se il giudice dovesse seguire il dato letterale del regolamento. Prevedere una allocazione differenziata dell'onere della prova sarebbe stato preferibile:

⁽¹⁷⁴⁾ VICARI, *Il white paper nella proposta di regolamento sulle cripto-attività (MiCAR)*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, fascicolo speciale, p. 261.

⁽¹⁷⁵⁾ Nell'ordinamento italiano la responsabilità degli amministratori è comunque ricostruibile ex art 2395 che prevede la possibilità per i soci e i terzi di esperire un'azione direttamente contro gli amministratori per i danni da questi ultimi direttamente cagionati.

⁽¹⁷⁶⁾ VICARI, *op. cit.*, p. 262.

nell'ipotesi in cui manchi una autorizzazione a monte è solo ed esclusivamente l'emittente che controlla il contenuto del *white paper*, egli non può fare affidamento sul giudizio da parte dell'autorità di vigilanza, e pertanto sarebbe apparso ragionevole porre in capo a lui l'onere di dimostrare in giudizio l'esattezza e la completezza del documento ⁽¹⁷⁷⁾. Non è da escludere che a tale soluzione si possa pervenire in via interpretativa considerando che il MiCAR introduce una disciplina para-finanziaria per i *crypto-asset*.

La responsabilità da prospetto informativo, disciplinata dall'art 94 TUF, è stata oggetto di numerosi dibattiti e sentenze. Senza ricostruire la questione nella sua completezza la Corte di Cassazione qualifica la responsabilità da prospetto come responsabilità aquiliana ⁽¹⁷⁸⁾ e l'interpretazione consolidata, sulla base del dato normativo dell'art 94 TUF, ritiene che gli investitori danneggiati possano limitarsi ad allegare la violazione degli obblighi informativi, essendo esonerati dalla prova del dolo o della colpa dell'emittente ⁽¹⁷⁹⁾, e che, per quanto riguarda il nesso causale, si possa presumere che le scelte di investimento siano state influenzate dalla non veridicità del prospetto ⁽¹⁸⁰⁾. Affinché questa soluzione ermeneutica possa trovare applicazione anche all'investimento in *token* è necessario interpretare gli articoli sulla responsabilità da *white paper* in modo coerente con la lettura data dalla giurisprudenza alla disciplina sulla responsabilità da prospetto ⁽¹⁸¹⁾.

⁽¹⁷⁷⁾ CASSARUBEA, *op. cit.*, p. 251.

⁽¹⁷⁸⁾ In tal senso Cass., 14 giugno 2018, n. 15707 che si conforma al precedente orientamento già espresso da Cass., 11 giugno 2010, n. 14056 in *Riv. dir. soc.*, 2014, II, p. 212 ss, con nota di Cicchinelli, in cui si afferma che «ove, quindi, vi stata una violazione delle regole destinate a disciplinare il prospetto informativo che correda l'offerta, trattandosi di regole volte a tutelare un insieme ancora indeterminato di soggetti per consentire a ciascuno di essi la corretta percezione dei dati occorrenti al compimento di scelte consapevoli, si configura un'ipotesi di violazione del dovere di *neminem laedere* e, per ciò stesso, la possibilità che colui al quale tale violazione è imputabile sia chiamato a rispondere del danno da altri subito a cagione della violazione medesima secondo i principi della responsabilità aquiliana»

⁽¹⁷⁹⁾ L'art 94 co 5 del TUF recita: «L'emittente o l'offerente, a seconda dei casi [...] rispondono [...] dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto e in un suo eventuale supplemento, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso»

⁽¹⁸⁰⁾ Cass., 11 giugno 2010, n. 14056 in *Riv. dir. soc.*, cit., p. 216, in cui si afferma il seguente principio: «In presenza di un prospetto di offerta pubblica di sottoscrizione di azioni societarie che contenga informazioni fuorvianti in ordine alla situazione patrimoniale della società, l'emittente al quale le errate informazioni siano imputabili, anche solo a titolo di colpa, risponde verso chi ha sottoscritto le azioni del danno subito per aver acquistato titoli di valore inferiore a quello che il prospetto avrebbe lasciato supporre, dovendosi presumere, in difetto di prova contraria, che la non veridicità del prospetto medesimo abbia influenzato le scelte d'investimento del sottoscrittore».

⁽¹⁸¹⁾ VICARI, *op. cit.*, p. 265.

La nozione di criptoattività nel MiCAR: rapporto con gli strumenti finanziari

Il regolamento MiCA detta tutta una serie di regole, in parte già viste *supra*, in parte che si vedranno *infra*, ma non individua in modo preciso e ben definito il suo ambito di applicazione. Si afferma genericamente all'art 2.4 che esso non trova applicazione alle cripto-attività che rientrano in definizioni di *asset* già disciplinati dalla normativa europea (strumenti finanziari, fondi, depositi e via discorrendo). Vista l'enorme quantità di *crypto-asset* esistenti e configurabili, il legislatore non può optare per una elencazione tassativa e/o aperta, come fa per gli strumenti finanziari con MiFID II, ed elabora invece la generica *summa divisio*, fra *token* collegati ad attività, *token* di moneta elettronica e *token* diversi da questi ultimi (essenzialmente gli *utility token*), prevedendo per ciascuno di essi una disciplina differenziata. Un'impostazione di questo tipo però confessa una fragilità di fondo, ossia la non individuazione di un criterio discernitivo che consenta di separare nettamente le cripto-attività dagli strumenti finanziari e, come conseguenza, la disciplina del MiCAR da quella di MiFID II ⁽¹⁸²⁾. Come già si è sottolineato, il regolamento prevede che assieme al *white paper* degli ART e dei *token* diversi da ART e EMT, debbano essere allegate le motivazioni giuridiche secondo cui il *token* non è qualificabile come un cripto-attività esclusa dall'ambito di applicazione del MiCAR ⁽¹⁸³⁾. Il *considerando* 14 attribuisce all'ESMA i criteri e le condizioni per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari. Il non prevedere *ex ante* un criterio preciso, il lasciare agli operatori il difficile compito di qualificare da soli le cripto-attività, con possibilità di divergenza rispetto al parere dell'autorità, è indice dell'insufficienza di un quadro definitorio preciso, della fluidità dei concetti di cripto-attività e strumento finanziario e dei confini tra di essi ⁽¹⁸⁴⁾.

Prevedere una nuova disciplina per una determinata tipologia di *crypto-asset* e definirli per differenza rispetto agli strumenti finanziari impone di individuare i criteri distintivi di questi ultimi al fine di tracciare una linea di confine. La nozione di strumento finanziario nella cornice unionaria ruota attorno a tre elementi: la finanziarietà, la serialità e la negoziabilità. Sulle ultime due caratteristiche non sembrano sussistere dubbi: i *crypto-asset* sono negoziate sul mercato dei capitali e per quanto riguarda la serialità essa è

⁽¹⁸²⁾ CIAN, *La nozione di criptoattività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al "token", e ritorno*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, fascicolo speciale, p. 60.

⁽¹⁸³⁾ Si tratta degli art 8.4, 17.1 e 18.2.

⁽¹⁸⁴⁾ CIAN, *op. cit.*, p. 60.

implicita, in quanto il MiCAR non trova applicazione per quelle cripto-attività che sono uniche e infungibili ⁽¹⁸⁵⁾.

Sulla finanziarietà occorre tenere in considerazione una pluralità di elementi, ossia l'investimento di capitale, l'aspettativa di rendimento e il rischio correlato all'operazione ⁽¹⁸⁶⁾. Da ciò emerge che il carattere della finanziarietà può derivare, oltre che dalle caratteristiche intrinseche del prodotto, anche dal contesto in cui esso è offerto ⁽¹⁸⁷⁾.

Nulla esclude che possa accadere che i *token* di moneta elettronica, o i *token* collegati ad attività, nascenti come strumento di pagamento, estranei alla categoria degli strumenti finanziari, possano essere offerti all'interno di un'operazione che, per come è strutturata, li fa "slittare" verso la categoria dei prodotti finanziari oppure che «attraverso la formazione dei prezzi nelle piattaforme di negoziazione di *crypto-asset* emergano opportunità di investimento tali da determinare in concreto la maturazione di un interesse finanziario» ⁽¹⁸⁸⁾.

Nel caso degli *utility token*, ossia di *token* destinati «unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente» ⁽¹⁸⁹⁾, il possessore del *token* è titolare di un diritto di credito nei confronti dell'emittente che può consistere sia nella consegna fisica di beni materiali (come nel caso dei certificati di vino "*en primeur*"), sia nella fruizione di servizi nel mondo reale, come avviene per i c.d. *fan token* emessi dalle società sportive. Anche per essi valgono le considerazioni, effettuate *supra* per gli *e-money token*, sulla possibile emersione di una finalità finanziaria che giustifica la sussunzione nella categoria dei prodotti finanziari con conseguente applicazione non più del MiCAR bensì di MiFID e del TUF. Il *token*, di utilità per contenuto, ma speculativo per il contesto teleologico e di mercato, è un prodotto finanziario per la sussistenza dei tre requisiti della finanziarietà.

⁽¹⁸⁵⁾ Art 2.3 e *considerando* n. 10, Reg. 2023/1114. La serialità è poi *in re ipsa* per i *token* di moneta elettronica e i *token* collegati ad attività che rientrando nella categoria generale dei *payment token*, vogliono configurarsi come un "moneta privata".

⁽¹⁸⁶⁾ CONSOB, *Comunicazione n. 0385340*, 28 aprile 2020, rinvenibile al sito <https://www.consob.it/documents/1912911/1979253/c0385340.pdf/247e8990-af6f-7da7-1752-036b74b27753>.

⁽¹⁸⁷⁾ CONSOB, *Comunicazione n. DIS/98082979*, 22 ottobre 1998, rinvenibile al sito: https://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino_normativa/98082979.htm, riguardante la «Vendita di vino mediante emissione di certificati "*en primeur*"», in cui si afferma che «la fattispecie delineata potrebbe apparire, dal punto di vista del sottoscrittore iniziale, finalizzata al godimento di un bene di consumo rappresentato dal diritto ad ottenere la consegna del vino alla scadenza. Tuttavia, la struttura dell'operazione nella sua complessità non consente di accedere a tale interpretazione»; Cass. 10 novembre 2021, n. 44337, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023, II, p. 3, in cui la Suprema Corte ha statuito che: «può ritenersi il *bitcoin* un prodotto finanziario qualora acquistato con finalità di investimento: la valuta virtuale, quando assume la funzione, e cioè la causa concreta, di strumento d'investimento e, quindi, di prodotto»

⁽¹⁸⁸⁾ CIAN, *op. cit.*, p. 67.

⁽¹⁸⁹⁾ Art 3.1, punto 9, Reg. 2023/1114. Come noto gli *utility token* costituiscono una sottocategoria delle cripto-attività diverse dai *token* collegati ad attività e dai *token* di moneta elettronica, categoria residuale rispetto a queste ultime, ma non di secondaria importanza.

Una possibile soluzione alternativa che è stata prospettata sarebbe quella di tenere in considerazione, ai fini della sussunzione sotto la categoria dei prodotti finanziari, non tanto il contesto di mercato in cui è collocato, bensì il “contenuto” del *token* stesso. Ecco che qualora il *token* offra diritti di carattere remunerativo (non per forza un diritto pecuniario ma anche diritto ad ottenere beni facilmente liquidabili), si potrebbe ipotizzare l’applicazione delle norme del “diritto comune” dei mercati finanziari, mentre, qualora il contenuto sia di pura utilità, si potrebbe optare per l’applicazione della disciplina del MiCAR indipendentemente dal contesto in cui viene offerto. È evidente però che una ricostruzione di questo tipo stravolge completamente il sistema: siccome il principio di neutralità tecnologia opera a 360 gradi anche la finanziarietà dei beni o valori non *tokenizzati* (es. i certificati di vino “*en primeur*”) andrebbe ripensata alla luce dei *token* e andrebbe ripensato lo stesso concetto di finanziarietà ⁽¹⁹⁰⁾.

Occorre prendere atto, però, che la scelta del legislatore va nella direzione opposta: la finanziarietà di un bene, che può emergere dal contesto in cui esso viene offerto, implica l’applicazione delle norme corrispondenti. Se la vendita di vino mediante l’emissione di certificati ⁽¹⁹¹⁾ è qualificabile come un’operazione finanziaria, ciò è possibile a maggior ragione anche quando oggetto della vendita è un *crypto-asset*. Non venendo ripensato l’impianto generale del sistema, l’individuazione caso per caso della finanziarietà diventa il discrimine per capire a quale categoria l’*asset* digitale debba essere ricondotto (cripto-attività sotto il MiCAR o strumenti finanziari sotto MiFID II). Sotto il profilo della differenziazione non viene introdotto nulla di nuovo: i dubbi sui rapporti tra *crypto-asset* e prodotti finanziari preesistevano al MiCAR e persisteranno nel vigore del MiCAR. L’assenza di un criterio discernitivo chiaro impone un approccio caso per caso demandato ai singoli operatori (vedi *supra*), in attesa degli orientamenti dell’ESMA ⁽¹⁹²⁾ che si spera possano fornire chiarezza all’interno di un quadro fluido e composito in cui i confini tra le due categorie sono incerti e variabili ⁽¹⁹³⁾.

⁽¹⁹⁰⁾ CIAN, *op. cit.*, p. 69.

⁽¹⁹¹⁾ Oggetto della comunicazione Consob di cui alla nota 186.

⁽¹⁹²⁾ *Considerando* n. 14, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁹³⁾ CIAN, *op. cit.*, p. 75.

IL REGOLAMENTO MICA: LA PRESTAZIONE DI SERVIZI PER LE CRIPTO-ATTIVITÀ

I soggetti esentati dall'autorizzazione

Il «prestatore di servizi per le cripto-attività» è definito dall'art 3.1, punto 15 come «una persona giuridica o altra impresa la cui occupazione o attività consiste nella prestazione di uno o più servizi per le cripto-attività ai clienti su base professionale e che è autorizzata a prestare servizi per le cripto-attività conformemente all'art 59». L'art 59 individua due distinte categorie di prestatori di servizio ⁽¹⁾:

- i «prestatori su richiesta», ergo le persone giuridiche o altre imprese che hanno ricevuto una specifica autorizzazione ai sensi dell'art 63 del regolamento MiCA;
- i «prestatori di diritto europeo», ovverossia soggetti che, godendo già di un passaporto europeo in relazione all'attività che già esercitano, sono esentati dall'autorizzazione richiesta per la prima categoria di prestatori. Si tratta di: banche, depositari centrali di titoli, imprese di investimento, gestori del mercato, istituiti di moneta elettronica, società di gestione di organismi di investimento collettivo del risparmio e gestori di un fondo comune di investimento. Per essi l'art 60 prevede una procedura semplificata.

A queste si può aggiungere una terza categoria di prestatori, denominabili «prestatori di diritto nazionale», individuabili sulla base di quanto disposto dalle misure transitorie, le quali prevedono che, coloro che hanno prestato servizi per le cripto-attività conformemente al diritto applicabile prima del 30 dicembre 2024 ⁽²⁾ potranno continuare a farlo fino al 1° luglio 2026 o fino al rilascio o rifiuto dell'autorizzazione se ciò accade prima ⁽³⁾.

Accanto alla riserva di attività si assiste alla previsione di requisiti comportamentali, prudenziali e di *governance* ⁽⁴⁾. Viene a strutturarsi così un regime fortemente ispirato alla disciplina dei servizi di investimento, confermato ulteriormente dalla presunzione di equivalenza fra i “classici” servizi di investimento e i servizi relativi alle cripto-attività ⁽⁵⁾.

⁽¹⁾ La nomenclatura delle tipologie di prestatori (“su richiesta”, “di diritto europeo” e “di diritto nazionale”) è ripresa da PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra mifidizzazione della MiCA e tokenizzazione della Mifid*, Torino, 2023, p. 19.

⁽²⁾ Ossia la data a partire dalla quale il MiCAR si applicherà *ex art* 149, Reg. 2023/1114.

⁽³⁾ Art 143.3, Reg. 2023/1114.

⁽⁴⁾ Rispettivamente gli art 66, 67, 68, Reg. 2023/1114.

⁽⁵⁾ HOBZA e VONDRÁČKOVÁ, *Crypto-asset services under the draft MiCA regulation*, in *Prague Law Working Paper Series*, n. 2021/III/4, p. 4, rinvenibile al sito: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3984355.

I «prestatori di diritto europeo» affinché possano prestare servizi per le cripto-attività devono comunicare all'autorità competente almeno 40 giorni prima della prestazione degli stessi le seguenti informazioni ⁽⁶⁾:

- un programma operativo che indichi i tipi di servizi che si intendono offrire, i luoghi e le modalità di commercializzazione di detti servizi;
- una descrizione dei meccanismi di controllo e di gestione dei rischi di riciclaggio di denaro e finanziamento del terrorismo;
- la documentazione dei sistemi di prevenzione dei rischi ICT e dei dispositivi di sicurezza;
- informazioni specifiche variabili a seconda del singolo servizio che si intende prestare ⁽⁷⁾.

L'autorità competente valuta la domanda nei 20 giorni successivi e, se lo ritiene necessario, potrà richiedere un'integrazione della documentazione, che andrà fornita nel termine sempre di 20 giorni. La richiesta di informazioni supplementari determina la sospensione del termine di 40 giorni, che deve decorrere tra la notifica della documentazione richiesta e la prestazione effettiva del servizio ⁽⁸⁾. Nei paragrafi da 1 a 6 dell'art 60, si tratteggia un'equivalenza fra i servizi di investimento relativi alle cripto-attività e quelli c.d. "tradizionali" del mondo dei mercati finanziari. Questa presunzione di equivalenza risponde a una duplice finalità: in prima battuta, "omologare" i margini definatori dei servizi di investimento del MiCAR all'impianto normativo di MiFID e, in secondo luogo, sfruttare detta "omologazione" al fine di rendere accettabile l'assenza di autorizzazione per la prestazione dei servizi per le cripto-attività. L'equivalenza fra i servizi di MiFID II e quelli del MiCAR diviene in quest'ottica il *prius* logico che consente l'attivazione del "passaporto europeo" per la prestazione di servizi per cripto-attività: l'equivalenza dei servizi comporta anche l'equivalenza dei "passaporti europei" e quindi a livello unionario, il soggetto interessato potrà prestare, oltre ai servizi MiFID, i servizi MiCA che si differenziano dai primi per quanto concerne l'oggetto (*crypto-*

⁽⁶⁾ Art 60.7, Reg. 2023/1114.

⁽⁷⁾ Per il servizio di «custodia e amministrazione delle cripto-attività per conto dei clienti» occorre indicare una descrizione della politica di custodia e amministrazione. Per il servizio di «gestione di una piattaforma di scambio di cripto-attività» occorre indicare le norme operative della piattaforma di negoziazione. Per il servizio di «scambio di cripto-attività con fondi e altre cripto-attività» occorre indicare la «politica commerciale non discriminatoria che disciplina il rapporto con i clienti nonché una descrizione della metodologia per determinare il prezzo delle cripto-attività». Per il servizio di «esecuzione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti» occorre indicare «una descrizione della politica di esecuzione». Per il servizio di «prestazione di consulenza sulle cripto-attività» occorre indicare che le persone fisiche che prestano consulenza «dispongono delle conoscenze e competenze necessarie per adempiere ai loro obblighi». Lett e-f-g-h-i, art 60.7, Reg. 2023/1114.

⁽⁸⁾ Art 60.8, Reg. 2023/1114.

asset anziché strumenti finanziari) e specifiche regole relative alla prestazione. Questa ricostruzione trova conferma nella formulazione del paragrafo 3 dell'art 60, che pone in diretta correlazione i servizi MiFID con quelli MiCA, e nel paragrafo 11 del medesimo articolo in cui si prevede che il diritto a prestare servizi per le cripto-attività viene meno nel momento in cui è revocata l'autorizzazione a prestare il corrispondente servizio MiFID ⁽⁹⁾. La formulazione letterale del paragrafo 11 è emblematica: per indicare l'autorizzazione che consente la prestazione dei servizi MiFID si usa la seguente perifrasi «autorizzazione che ha consentito al rispettivo soggetto di prestare servizi per le cripto-attività senza essere tenuto ad ottenere un'autorizzazione a norma dell'art 59». Ciò a voler indicare come sia proprio l'equivalenza dei servizi (MiFID-MiCA) a determinare la prestazione di questi ultimi in assenza dell'autorizzazione specifica.

I «prestatori di diritto nazionale» già autorizzati dalla normativa *ante* MiCA, come visto *supra*, godono di un periodo di esenzione dall'autorizzazione pari a massimo 18 mesi, ossia fino al 1° luglio 2026 o fino alla concessione o revoca dell'autorizzazione. Questa proroga è stata pensata per consentire a tutti di potersi adeguare ai requisiti richiesti dal MiCAR ma rischia nell'attesa, di creare un sistema sovrapponibile a quello ordinario in cui i prestatori, seppur per un periodo di tempo limitato, non sono soggetti ai requisiti del MiCAR con conseguenti rischi relativamente alla tutela degli investitori, alla stabilità del mercato e alla potenziale distorsione della concorrenza ⁽¹⁰⁾. Una possibile alternativa alla *prorogatio* dell'attività degli operatori già esistenti è quella di prevedere, da parte degli stati membri, una procedura di autorizzazione semplificata che si sostituisce a quella prevista dal regolamento MiCA. Le autorità nazionali competenti concedono l'autorizzazione anche valutando il rispetto da parte del richiedente degli obblighi generali in capo a tutti i prestatori di servizio per cripto-attività e quelli specifici per ciascun servizio che si intende prestare. Non è dato sapere dal regolamento in cosa consiste la semplificazione e laddove la procedura semplificata sia derogatoria rispetto a quella generale ⁽¹¹⁾.

Tra le maglie dell'art 61 si individua un'ulteriore ipotesi in cui l'autorizzazione specifica non è necessaria: è il caso in cui la prestazione dei servizi effettuata da un'impresa di un paese terzo, avvenga su iniziativa «esclusiva» del cliente ⁽¹²⁾. In questo caso l'impresa

⁽⁹⁾ PARACAMPO, *op. cit.*, p. 28 ss.

⁽¹⁰⁾ PARACAMPO, *op. cit.*, p. 50 ss.

⁽¹¹⁾ Art 143.6, Reg. 2023/1114.

⁽¹²⁾ Infatti, al *considerando* n. 75 si afferma che: «il presente regolamento non dovrebbe pregiudicare la possibilità per le persone stabilite nell'Unione di usufruire di propria iniziativa di servizi per le cripto-attività prestati da un'impresa di un paese terzo».

in questione potrà prestare il servizio senza ottenere la relativa autorizzazione e conseguentemente non troveranno applicazione le norme che detta il MiCAR a tutela degli investitori. La prestazione deve essere circoscritta al cliente che ne ha fatto richiesta e limitata al servizio richiesto ⁽¹³⁾. Il regolamento come unico presupposto richiede che ci sia stata l'«iniziativa esclusiva del cliente». Tuttavia, ciò non può divenire la “scappatoia” per sottrarsi alla disciplina del MiCAR: infatti, il servizio non può dirsi prestato su iniziativa esclusiva del cliente nel momento in cui l'impresa che beneficia dell'esenzione, «cerca di procurarsi clienti, o potenziali clienti nell'Unione, indipendentemente dal mezzo di comunicazione utilizzato per la sollecitazione, la promozione o la pubblicizzazione nell'Unione» ⁽¹⁴⁾. Spetterà poi all'ESMA emanare orientamenti per chiarire quando può dirsi che un'impresa di un paese terzo cerchi di procurarsi clienti nell'Unione ⁽¹⁵⁾. Il rischio di una previsione di questo tipo è quello, a fronte un grande numero di iniziative esclusive dei clienti, di consentire ai prestatori di servizio extra-europei di continuare a svolgere un ruolo determinate nel sistema ponendosi però al di fuori del MiCAR ⁽¹⁶⁾.

Un'ultima esenzione prevista è quella relativa agli emittenti di *token* di moneta elettronica che possono prestare il servizio di custodia della cripto-attività da loro emessa senza ottenere una specifica autorizzazione ai sensi del regolamento MiCA ⁽¹⁷⁾.

⁽¹³⁾ Art 61.2, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁴⁾ Art 61.1, Reg. 2023/1114. Le problematiche in questione risultano ingigantite soprattutto nel caso in cui le piattaforme di negoziazione dovessero far ricorso a *fin-influencer* in grado di indirizzare in un senso o nell'altro un gran numero di investitori. Considerazioni sul punto son state fatte da CANEPA, *Social media e fin-influencers come nuove fonti di vulnerabilità digitale nell'assunzione delle decisioni di investimento*, in *Riv. Trim. dir. econ.*, suppl. n. 1/2022, p. 307ss; una previsione di questo tipo appare equivalente a quella prevista dall'art 25 co. 2 del Regolamento intermediari che prevede la possibilità per un cliente al dettaglio o professionale di rivolgersi di propria iniziativa ad un'impresa di un paese terzo, diversa da una banca, per la prestazione di un servizio di investimento. In tal caso per l'impresa terza non è necessario lo stabilimento di una succursale in Italia, in deroga all'art 28, co 3, TUF; GRIPPO, *La prestazione dei servizi e delle attività di investimento da parte di imprese di paesi terzi*, in *I servizi di investimento dopo la Mifid II*, a cura di Gaffuri e Belleggia, Milano, 2019, p. 350 ss.

⁽¹⁵⁾ Art 61.3, Reg. 2023/1114; può costituire un buon punto di riferimento la disciplina MiFID sul punto, che al considerando n. 85 afferma che i servizi non si considerano prestati su iniziativa esclusiva del cliente quando il cliente lo richiede, «in risposta ad una comunicazione personalizzata da o per conto dell'impresa a quel particolare cliente, che contiene un invito o è intesa a influenzare il cliente rispetto ad uno strumento finanziario o transazione finanziaria specifici». Ai sensi del medesimo considerando «un servizio può essere considerato come prestato su iniziativa del cliente nonostante il cliente lo richieda sulla base di comunicazioni contenenti una promozione o offerta di strumenti finanziari effettuate con mezzi che siano per natura generali e rivolti al pubblico o a un più ampio gruppo o categoria di clienti o di potenziali clienti».

⁽¹⁶⁾ In tal senso si è pronunciato il presidente dell'ESMA, Verena Ross nel suo discorso del 7 febbraio 2023, ESMA, *Developments in AI and blockchain-how do we protect investors and supervise markets effectively?*, rinvenibile al sito:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA50-164-7147_Afore_Verena_Ross_speech_20230207.pdf.

⁽¹⁷⁾ Considerando n. 91, Reg. 2023/1114.

I prestatori autorizzati

Le perone giuridiche diverse da quelle esentate, e altre imprese che non sono persone giuridiche ma che riescono comunque a garantire un livello di tutela degli interessi dei terzi equivalente a quello offerto dalle persone giuridiche ⁽¹⁸⁾, necessitano di una autorizzazione per poter prestare servizi relativi alle cripto-attività ⁽¹⁹⁾. La domanda di autorizzazione deve contenere: informazioni sul soggetto richiedente, allegando lo statuto e la prova che sono rispettati i requisiti prudenziali previsti dall'art 67, informazioni sugli esponenti aziendali e su coloro che detengono partecipazioni qualificate, una descrizione generale della *governance* provando il rispetto di quanto stabilito dal regolamento stesso nonché l'indicazione dei servizi che si intendono prestare unita alle modalità di prestazione degli stessi ⁽²⁰⁾.

Per quanto riguarda i requisiti prudenziali, i prestatori di servizio sono tenuti a rispettare dei requisiti patrimoniali minimi ⁽²¹⁾. Si effettua una tripartizione dei prestatori di servizi: quelli di classe 1, classe 2 e classe 3 ⁽²²⁾.

I prestatori di classe 1 sono soggetti a requisiti patrimoniali pari ad almeno 50 mila euro e si tratta di quei prestatori che offrono i servizi di:

- esecuzione di ordini per conto dei clienti;
- collocamento di cripto-attività;
- prestazione di servizi di trasferimento di cripto-attività per conto dei clienti;
- ricezione e trasmissione di ordini per conto dei clienti;
- prestazione di consulenza sulle cripto-attività;
- gestione di portafoglio per le cripto-attività.

I prestatori di classe 2 sono soggetti a requisiti patrimoniali pari ad almeno 125 mila euro e si tratta di coloro che prestano (oltre a quelli dei prestatori di classe 1) i servizi di:

- prestazione di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto dei clienti;
- scambio di cripto-attività con fondi e/o con altre cripto-attività.

I prestatori di classe 3 sono soggetti a requisiti patrimoniali pari ad almeno 150 mila euro e si tratta di coloro che presta (oltre ai servizi già detti) il servizio di:

- gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività.

⁽¹⁸⁾ Art 59.3, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁹⁾ Art 59.1, Reg. 2023/1114.

⁽²⁰⁾ Art 62.2, Reg. 2023/1114.

⁽²¹⁾ Art 67.1, Reg. 2023/1114.

⁽²²⁾ Allegato IV, Reg. 2023/1114.

Un prestatore di servizio di classe 2 che intende fare l'*upgrade* e gestire anche una piattaforma di negoziazione di crypto-attività dovrà pertanto rispettare il requisito patrimoniale minimo di 150 mila euro.

Questi importi si pongono come obbligatori solo nella fase dell'autorizzazione in quanto durante la "vita" del prestatore, il requisito patrimoniale minimo è da individuare nel valore più alto fra quanto sopra indicato e un quarto delle spese fisse generali dell'anno precedente ⁽²³⁾.

Le tutele prudenziali possono essere costituite o da fondi propri, costituiti da elementi di capitale primario di classe 1 ⁽²⁴⁾, oppure da una polizza assicurativa fornita da un'impresa assicurativa terza che copre le perdite cagionate dai rischi derivanti dall'esercizio dell'attività e dalla violazione delle disposizioni del regolamento ⁽²⁵⁾.

Le banche sono sottratte a questa disciplina in quanto godono, relativamente alle esposizioni in *crypto-asset* di un proprio e peculiare trattamento normativo, costituito da un lato dalle indicazioni del Comitato di Basilea che dovranno essere attuate entro il 1° gennaio 2025 ⁽²⁶⁾, e dall'altro da normativa in corso di definizione nell'ambito della revisione di Basilea III ⁽²⁷⁾.

I membri del consiglio di amministrazione dei prestatori di servizi devono possedere «sufficienti requisiti di onorabilità e le conoscenze, le capacità e l'esperienza adeguate» per lo svolgimento delle loro funzioni ⁽²⁸⁾. I requisiti di onorabilità si estendono anche ai soci che detengono direttamente o indirettamente partecipazioni qualificate ⁽²⁹⁾. A tal fine è

⁽²³⁾ Art 67.1, Reg. 2023/1114. Al paragrafo 3 sono indicate anche le modalità di calcolo delle spese fisse generali.

⁽²⁴⁾ Il capitale di classe 1 è individuato dall'art 25, Reg. 575/2013 e comprende: (i) strumenti di capitale; (ii) sovrapprezzi di emissione relativi agli strumenti di capitale; (iii) utili non distribuiti; (iv) altre componenti di conto economico complessivo accumulate; (v) altre riserve; (vi) fondi per rischi bancari generali. Gli elementi da (iii) a (vi) sono considerati capitale di classe 1 solo se «possono essere utilizzati senza restrizioni e senza indugi dall'ente per la copertura dei rischi o delle perdite nel momento in cui tali rischi o perdite si verificano».

⁽²⁵⁾ Art 67, par. 4-5-6 Reg. 2023/1114.

⁽²⁶⁾ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Prudential treatment of cryptoasset exposures*, dicembre 2022, p. 1, rinvenibile al sito:

<https://www.bis.org/bcbs/publ/d545.pdf>; i *token* rappresentativi di *asset* tradizionali seguono ricevono un trattamento prudenziale sostanzialmente equivalente alle attività rappresentate. Le *stablecoin* invece sono destinatarie di trattamenti prudenziali più articolati così come gli *asset unbacked*. Per approfondimento sul tema, VARANI, *Trattamento prudenziale delle esposizioni in crypto asset. Secondo documento in consultazione del Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria*, 9 settembre 2022, rinvenibile al sito: <https://www.diritto bancario.it/art/trattamento-prudenziale-delle-esposizioni-in-crypto-asset/>.

⁽²⁷⁾ DB. NON SOLO DIRITTO BANCARIO, *Basilea III, rischi climatici e crypto-asset: il punto del Comitato di Basilea*, 6 aprile 2023, rinvenibile al sito:

<https://www.diritto bancario.it/art/basilea-iii-rischi-climatici-e-crypto-asset-il-punto-del-comitato-di-basilea/>.

⁽²⁸⁾ Art 68.1, Reg. 2023/1114.

⁽²⁹⁾ Art 68.2, Reg. 2023/1114. La «partecipazione qualificata» è quella ex art 3.1, punto 36 superiore al 10% del capitale sociale o dei diritti di voto.

necessario che, e di ciò occorre fornire la prova per ottenere il rilascio dell'autorizzazione, essi non abbiano subito condanne penali o sanzioni imposte a norma del diritto commerciale, fallimentare e in materia di servizi finanziari, con particolare riferimento alla lotta al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo ⁽³⁰⁾.

L'autorità competente procede alla valutazione della completezza della domanda nei 25 giorni successivi al recepimento della stessa e, laddove non sia completa, fissa un termine per l'integrazione delle informazioni ⁽³¹⁾.

Entro i 40 giorni lavorativi successivi al ricevimento della domanda completa, l'autorità competente valuta il rispetto dei requisiti previsti e adotta una decisione pienamente motivata di rifiuto o concessione dell'autorizzazione ⁽³²⁾. L'autorizzazione alla prestazione dei servizi è valida in tutta l'Unione ⁽³³⁾. I motivi di diniego sono suddivisibili in due classi distinte. La prima concerne le ipotesi in cui legami con soggetti terzi o la normativa di paesi terzi, applicabile all'aspirante prestatore, potrebbero pregiudicare l'efficace esercizio della vigilanza ⁽³⁴⁾. La seconda classe dei motivi di diniego ricomprende le ipotesi in cui, il prestatore di servizi non è in grado di rispettare i requisiti che il MiCAR prevede o a carico dei componenti degli organi sociali o a carico dei soci, nonché il caso in cui il consiglio di amministrazione non sia in grado di garantire la sana e prudente gestione dell'intermediario ⁽³⁵⁾.

La revoca dell'autorizzazione è effettuata dall'autorità nelle ipotesi in cui il prestatore ⁽³⁶⁾: (i) non si è avvalso dell'autorizzazione per 12 mesi; (ii) ha espressamente rinunciato all'autorizzazione; (iii) non ha prestato servizi per le cripto-attività per nove mesi consecutivi; (iv) ha ottenuto l'autorizzazione in modo irregolare presentando, ad esempio informazioni false; (v) non è più in grado di rispettare i requisiti previsti dal MiCAR; (vi) ha violato gravemente le disposizioni del MiCAR; (vii) sono state violate le norme relative alla prevenzione del riciclaggio del denaro e del finanziamento del terrorismo ⁽³⁷⁾. Il paragrafo 2 lett b dell'art 64 è dedicato agli istituti di moneta elettronica e agli istituti di pagamento e si prevede che la revoca dell'autorizzazione generale a monte (come istituto di pagamento o

⁽³⁰⁾ Art 62.3, Reg. 2023/1114.

⁽³¹⁾ Art 63.2, Reg. 2023/1114.

⁽³²⁾ Art 63.9, Reg. 2023/1114.

⁽³³⁾ *Considerando* n. 76, Reg. 2023/1114.

⁽³⁴⁾ Art 63.7 e 63.8, Reg. 2023/1114.

⁽³⁵⁾ Art 63.10, Reg. 2023/1114.

⁽³⁶⁾ Art 64.1, Reg. 2023/1114.

⁽³⁷⁾ Art 64.2, lett a, Reg. 2023/1114.

istituto di moneta elettronica) potrebbe implicare⁽³⁸⁾ a valle, la revoca dell'autorizzazione a prestare servizi per le cripto-attività. Se la presenza degli istituti di moneta elettronica non desta perplessità, trattandosi di soggetti che godono del beneficio dell'esenzione⁽³⁹⁾, altrettanto non può dirsi degli istituti di pagamento. Essi, infatti, non figurano tra i soggetti che possono beneficiare dell'esenzione. Siccome l'equivalenza dei servizi costituisce il *prius* logico per la prestazione dei servizi per le cripto-attività a livello unionario, e per gli istituti di pagamento quest'equivalenza non viene prevista (come accade invece per le banche le imprese di investimento e via discorrendo), appare difficilmente configurabile la revoca dell'autorizzazione in mancanza del presupposto (l'equivalenza dei servizi per l'appunto)⁽⁴⁰⁾. Il legislatore prende atto della possibile sovrapposizione fra la prestazione di servizi per le cripto-attività (in particolare custodia e amministrazione, collocamento e trasferimento) con i «servizi di pagamento quali definiti nella direttiva (UE) 2015/2366»⁽⁴¹⁾ (che disciplina anche gli istituti di pagamento). I servizi per le cripto-attività *supra* menzionati potrebbero rientrare nella definizione dei servizi di pagamento di tale direttiva. In tali casi, i trasferimenti di cripto-attività «dovrebbero essere effettuati da un'entità autorizzata a prestare detti servizi di pagamento conformemente a tale direttiva»⁽⁴²⁾. Nell'ambito dei poteri e competenza dell'ABE si prevede la possibilità di richiedere informazioni a «un prestatore di servizi di pagamento che presta servizi di pagamento in relazione ai *token* di moneta elettronica significativi»⁽⁴³⁾. Tra considerando iniziali e disposizioni contraddittorie il legislatore non prende posizione sul punto e rimane pertanto il dubbio sulla possibile inclusione degli istituti di pagamento fra i soggetti che beneficiano dell'esenzione⁽⁴⁴⁾. Il paragrafo 10 dell'art 60 prevede che, ai soggetti che beneficiano dell'esenzione (tra cui rientrano gli istituti di moneta elettronica), non sono applicabili vari articoli, fra cui figura l'art 64 che disciplina la revoca dell'autorizzazione specifica. Tuttavia, nei termini *supra* detti, l'art 64 al paragrafo 2 prende in considerazione gli istituti di moneta elettronica (oltre agli istituti di pagamento). Questo avalla l'interpretazione secondo cui la licenza, oggetto di revoca *ex art 64*, rilevi non in via autonoma, bensì in un contesto di esternalizzazione di detto servizio da parte di un soggetto in possesso della licenza. In questa prospettiva l'art 64.2 disciplinerebbe l'ipotesi in cui un

⁽³⁸⁾ L'utilizzo del verbo potere lascia infatti perplessi, come se fosse a discrezione dell'autorità di vigilanza decidere se revocare o meno l'autorizzazione alla prestazione di servizi per le cripto-attività in seguito alla perdita dell'autorizzazione come istituto di pagamento o istituto di moneta elettronica.

⁽³⁹⁾ Art 60.4, Reg. 2023/1114.

⁽⁴⁰⁾ PARACAMPO, *op. cit.*, p. 44.

⁽⁴¹⁾ *Considerando* n. 90, Reg. 2023/1114.

⁽⁴²⁾ *Considerando* n. 93, Reg. 2023/1114.

⁽⁴³⁾ Art 122.1, lett e, Reg. 2023/1114.

⁽⁴⁴⁾ PARACAMPO, *op. cit.*, p. 45.

prestatore ha esternalizzato il servizio di pagamento o a un istituto di moneta elettronica o a un istituto di pagamento, i quali hanno poi perso la relativa autorizzazione. Questa interpretazione spiegherebbe anche l'utilizzo del verbo «potere» nell'art 64.2, nonché la possibilità, prevista dall'art 70.4 ⁽⁴⁵⁾ di prestare tramite terzi i servizi di pagamento connessi al servizio per le cripto-attività ⁽⁴⁶⁾.

Obblighi per tutti i prestatori di servizi per le cripto-attività

Oltre ai requisiti prudenziali (art 67) e i dispositivi di *governance* (art 68) di cui si è già trattato *supra*, il regolamento MiCA pone, a carico dei prestatori di servizi, ulteriori obblighi di vario genere.

In prima battuta è previsto l'obbligo di agire in modo onesto, corretto, professionale ⁽⁴⁷⁾ e l'obbligo di comunicare all'autorità competente qualsiasi modifica del consiglio di amministrazione, in modo tale che possa essere valutato il rispetto dei requisiti di onorabilità professionalità e competenza prima che i membri del nuovo cda assumano l'incarico ⁽⁴⁸⁾.

I prestatori di servizi per le cripto-attività devono attuare e mantenere politiche e procedure efficaci volte a individuare, prevenire, gestire e comunicare i conflitti di interesse che possono sussistere tra due o più clienti, oppure tra il prestatore e: (i) soci e persone ad essi connesse; (ii) azionisti e persone ad essi connesse; (iii) membri del consiglio di amministrazione; (iv) dipendenti; (v) clienti ⁽⁴⁹⁾. Le politiche del prestatore in materia di conflitti di interessi devono essere oggetto di revisione almeno annuale ⁽⁵⁰⁾. Considerando l'architettura finanziaria dell'impianto MiCA e la presunzione di equivalenza tra i servizi di investimento MiFID e i servizi per le cripto-attività MiCA, è ragionevole pensare che la disciplina del mondo finanziario “tradizionale” possa costituire un punto di riferimento ⁽⁵¹⁾.

Il conflitto di interesse consiste in una situazione per cui il prestatore di servizi potrebbe essere indotto a non realizzare appieno l'interesse del proprio cliente, antepo-
nendo ad esso quello proprio o quello di altri investitori o di soggetti collegati al prestatore stesso

⁽⁴⁵⁾ L'art 70 riguarda più in generale la «custodia delle cripto-attività e dei fondi dei clienti» da parte dei prestatori di servizi e prevede l'obbligo di adottare disposizioni adeguate a tutelare i diritti di titolari. In particolare, si prevede l'obbligo per il prestatore di servizi di depositare i fondi ricevuti presso un ente creditizio, a meno che il prestatore non sia esso stesso un ente creditizio o un istituto di pagamento o un istituto di moneta elettronica. Il che costituisce una ulteriore conferma del fatto che gli istituti di pagamento possono prestare servizi relativamente alle cripto-attività.

⁽⁴⁶⁾ PARACAMPO, *op. cit.*, p. 46.

⁽⁴⁷⁾ Art 66, Reg. 2023/1114.

⁽⁴⁸⁾ Art 69, Reg. 2023/1114.

⁽⁴⁹⁾ Art 72.1, Reg. 2023/1114.

⁽⁵⁰⁾ Art 72.4, Reg. 2023/1114.

⁽⁵¹⁾ PARACAMPO, *op. cit.*, p. 87.

(⁵²). Si tratta di una situazione in cui l'intermediario è portatore di un interesse potenzialmente confliggente con quello dell'investitore, ulteriore rispetto a quello insito nel contratto che è stato concluso con il cliente (⁵³). L'interesse "tipico" dell'investitore è ottenere la più alta remunerazione possibile del capitale investito mentre l'interesse "tipico" dell'intermediario è massimizzare il proprio profitto, sia esso sotto forma di commissioni, se l'intermediario opera come *broker* (⁵⁴), o sia esso sotto forma di *spread*, se l'intermediario opera come *dealer* (⁵⁵). Questa contrapposizione è da ritenersi fisiologica (⁵⁶) nel mondo finanziario e non integra un conflitto di interessi, il quale deve ritenersi configurabile, invece, nel momento in cui l'operazione in questione ha l'effetto di attribuire all'impresa ulteriori vantaggi oltre a quelli "tipici" (⁵⁷). Il MiCAR al pari di MiFID propone una disciplina articolata su quattro livelli: prevenzione, individuazione, gestione e comunicazione (in questo ordine) delle situazioni di conflitto. La divulgazione dei conflitti di interesse deve avere carattere residuale ed entra in gioco solo qualora non sia stata possibile la prevenzione e la gestione dello stesso (⁵⁸). L'obbligo di comunicazione si ritiene adempiuto nel momento in cui i prestatori di servizi comunicano sul loro sito *web* le fonti dei conflitti di interesse e le misure adottate per attenuarle (⁵⁹).

È prevista la possibilità di esternalizzare a terzi lo svolgimento di funzioni operative e devono essere adottate tutte le misure ragionevoli per evitare rischi operativi aggiuntivi (⁶⁰). In particolare, l'esternalizzazione: (i) non comporta la delega delle responsabilità; (ii) non altera il rapporto tra i prestatori e i loro clienti e gli obblighi verso essi gravanti; (iii) non influisce sulle condizioni per l'autorizzazione dei prestatori; (iv) implica l'inclusione del soggetto a cui è esternalizzato il servizio all'interno del perimetro della vigilanza informativa

(⁵²) ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, p. 152 ss.

(⁵³) FORTE, *La disciplina dei conflitti di interesse*, in *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, cit., p. 125.

(⁵⁴) L'impresa operante come *broker* punterà ad effettuare il maggior numero di operazioni possibile al fine di lucrare più commissioni.

(⁵⁵) L'impresa operante come *dealer* cercherà di vendere o collocare al cliente il maggior numero di strumenti di cui è in possesso.

(⁵⁶) La quale può diventare "patologica" tutte le volte in cui l'intermediario decide intenzionalmente di sacrificare l'interesse del risparmiatore per avvantaggiare sé o un terzo, SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, p. 194.

(⁵⁷) DE POLI, *I conflitti di interesse e gli inducements*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, Torino, 2020, p. 459 ss.

(⁵⁸) GRIPPO, *Requisiti organizzativi e di governance*, in *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, cit., p. 36 ss.

(⁵⁹) Art 72.2, Reg. 2023/1114.

(⁶⁰) Contributi sui temi sollevati dall'esternalizzazione si devono a: SACCO GINEVRI, *Esternalizzazione (outsourcing)*, in *FinTech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, a cura di Finocchiaro e Falce, Bologna, 2019, p. 205; FALCONE, *Profili problematici della esternalizzazione di funzioni ed attività "tipiche" da parte degli intermediari del mercato finanziario*, in *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, a cura di Lener, Luchena e Robustella, Torino, 2021, p. 275.

e ispettiva: le autorità possono richiedere informazioni e effettuare ispezioni in loco al fine di raccogliere le informazioni necessarie ⁽⁶¹⁾. La normativa MiCAR in materia di esternalizzazione si muove sulle stesse quattro direttrici di MiFID di cui *supra* ⁽⁶²⁾ ed è teleologicamente orientata ad evitare che l'*outsourcing* provochi uno “svuotamento” delle funzioni svolte dall’intermediario, un aumento dei rischi ed una deresponsabilizzazione dell’intermediario stesso ⁽⁶³⁾. L’esternalizzazione è definita dall’art 2 del Regolamento Delegato 2017/565, che integra la MiFID II, come un «accordo in qualsiasi forma tra un'impresa di investimento e un fornitore di servizi in base al quale il fornitore di servizi realizza un processo, un servizio o un'attività che sarebbero altrimenti realizzati dalla stessa impresa di investimento». L'accordo di esternalizzazione deve essere effettuato in forma scritta e devono essere definiti in modo preciso diritti e obblighi, sia del prestatore di servizi, sia dei terzi a cui è esternalizzata l'attività ⁽⁶⁴⁾. L’intermediario che ha esternalizzato le funzioni resta pienamente responsabile del rispetto di tutti gli obblighi su di loro imposti e deve sorvegliare in maniera efficace le funzioni o i servizi esternalizzati e gestire i rischi relativi. Il soggetto che ha effettuato l’esternalizzazione deve essere in grado, in caso di necessità e qualora lo richieda l’interesse dei clienti, di cessare l’accordo di esternalizzazione con effetto immediato senza pregiudicare la continuità e la qualità del servizio prestato ⁽⁶⁵⁾.

L’acquisizione dei prestatori di servizi per le cripto-attività è regolata dagli articoli 83 e 84, con una disciplina che va praticamente a coincidere con quella dettata per le acquisizioni degli emittenti di *token* collegati ad attività (art 41 e 42, si veda *supra*), a cui si rinvia per il contenuto specifico delle disposizioni. Tali articoli non trovano applicazione per quei prestatori di servizi (ad esempio le banche), la cui acquisizione da parte di soggetti terzi è già regolata dalle norme specifiche di settore.

Così come viene effettuato per i *token*, anche i prestatori di servizi possono suddividersi fra *significant* e *less significant*. Il criterio discernitivo non coinvolge l’oggetto del servizio (colui che presta servizi relativamente a un *token* significativo non è automaticamente un prestatore *significant*), bensì il numero di utenti attivi in media in un anno. Qualora questo numero superi i 15 milioni, il prestatore ne dà notifica all’autorità competente, che procede a comunicarlo all’ESMA ⁽⁶⁶⁾. In relazione ai prestatori significativi,

⁽⁶¹⁾ Art 73.1, Reg. 2023/1114.

⁽⁶²⁾ PARACAMPO, *op. cit.*, p. 95

⁽⁶³⁾ ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 178.

⁽⁶⁴⁾ Art 73.3, Reg. 2023/1114.

⁽⁶⁵⁾ FORTE, *L’esternalizzazione delle funzioni operative essenziali e importanti*, in *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, cit., p. 332.

⁽⁶⁶⁾ Art. 85, Reg. 2023/1114.

vi è a carico dell'autorità di vigilanza nazionale, un obbligo informativo verso l'ESMA sulle vicende dei prestatori stessi ⁽⁶⁷⁾. All'ESMA non è attribuita la vigilanza diretta sui prestatori significativi (a differenza di quanto accade per l'ABE nel caso degli emittenti significativi) bensì le sono attribuiti semplicemente poteri specifici ⁽⁶⁸⁾. La questione si complica nel momento in cui tra i prestatori significativi dovessero rientrare le banche *significant* ⁽⁶⁹⁾, con un coinvolgimento della BCE nel quadro del Meccanismo di Vigilanza Unico. Pur non essendo espressamente menzionata, la BCE dovrà essere consultata, ed avrà voce in capitolo, tutte le volte in cui una fattispecie concreta coinvolga una banca qualificabile a monte come *significant* ⁽⁷⁰⁾.

I servizi per le cripto-attività

L'art 3, n. 16 elenca i servizi per le cripto-attività ⁽⁷¹⁾ riproducendo in modo pressoché integrale l'elenco dei servizi di investimento di cui all'allegato I di MiFID II ⁽⁷²⁾. Molti servizi di investimento MiFID sono riproposti anche nel MiCAR; ne rimane escluso ad esempio il servizio accessorio di «concessione di crediti o prestiti agli investitori per consentire loro di effettuare una transazione relativa a uno o più strumenti finanziari», che non trova il suo contraltare in un servizio MiCA, il quale, per espressa presa di posizione del legislatore, non si occupa «dell'erogazione e assunzione di prestiti relativi a cripto-attività» ⁽⁷³⁾, la cui possibilità di normazione è tuttavia in corso di valutazione da parte dell'ESMA ex art 142.

L'equivalenza tra i servizi potrebbe essere una conferma dell'architettura finanziaria che il legislatore vuole dare al mondo delle cripto-attività col MiCAR, posto le innegabili

⁽⁶⁷⁾ Art. 85.3, Reg. 2023/1114.

⁽⁶⁸⁾ Art 85.3, Reg. 2023/1114, «l'ESMA può avvalersi dei poteri di cui agli articoli 29, 30, 31 e 31 ter del regolamento (UE) n. 1095/2010».

⁽⁶⁹⁾ Sono qualificabili come *significant* le banche che hanno un attivo oltre 30 miliardi o pari al 20% del PIL nazionale e le prime tre banche di ogni paese membro dell'area euro indipendentemente dalle dimensioni.

⁽⁷⁰⁾ PARACAMPO, *op. cit.*, p. 59.

⁽⁷¹⁾ I servizi MiCA menzionati, che sono tali in quanto hanno ad oggetto cripto-attività sono: prestazione di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto dei clienti, gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività, scambio di cripto-attività con fondi o altre cripto-attività, esecuzioni di ordini di cripto-attività per conto dei clienti, collocamento di cripto-attività, ricezione e trasmissione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti, prestazione di consulenza sulle cripto-attività, prestazione di gestione di portafoglio sulle cripto-attività e prestazione di servizi di trasferimento di cripto-attività per conto dei clienti.

⁽⁷²⁾ Trattasi di: custodia e amministrazione di strumenti finanziari, gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, gestione di sistemi organizzati di negoziazione, negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto dei clienti, assunzione a fermo di strumenti finanziari e/o collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile, collocamento di strumenti finanziari senza impegno irrevocabile, ricezione e trasmissione di ordini riguardanti uno o più strumenti finanziari, consulenza in materia di investimento e gestione di portafogli.

⁽⁷³⁾ *Considerando* n. 94, Reg. 2023/1114.

somiglianze sussistenti tra i due mondi ⁽⁷⁴⁾, ma può anche trovare radice nella volontà di assicurare ai “cripto-investitori” le medesime tutele accordate agli investitori c.d. “tradizionali” ⁽⁷⁵⁾.

L’equivalenza dei sistemi pone il tema della natura dell’equivalenza stessa: se si tratta di una presunzione unilaterale (da MiFID verso MiCA) con conseguente regolamentazione dei servizi MiCA al pari di quelli di MiFID, oppure se la presunzione è di tipo biunivoca, e quindi, le differenze di normativa prevista dal MiCAR possano giustificare una revisione dell’impianto di MiFID. In caso di biunivocità, siccome un’impresa autorizzata a prestare un servizio MiFID può prestare anche il corrispondente servizio MiCA, un’impresa autorizzata a prestare il servizio MiCA dovrebbe poter prestare anche il corrispondente servizio MiFID, a maggior ragione se quest’ultimo ha ad oggetto *asset* tradizionali *tokenizzati* ⁽⁷⁶⁾.

Il primo servizio ad essere disciplinato è quello di «custodia e amministrazione di cripto-attività per conto dei clienti» definito come «la custodia o il controllo, per conto dei clienti, delle criptoattività o dei mezzi di accesso a tali cripto-attività, se del caso sotto forma di chiavi crittografiche private» ⁽⁷⁷⁾. Si prevede che i prestatori debbano tenere un registro delle posizioni aperte a nome di ciascun cliente ⁽⁷⁸⁾, debbano stabilire una politica di custodia con norme e procedure interne per garantire la custodia e il controllo di tali cripto-attività, o dei mezzi di accesso alle cripto-attività ⁽⁷⁹⁾, con conseguente responsabilità nei confronti dei clienti, limitatamente al valore di mercato al momento della perdita della cripto-attività in caso di perdita della stessa ⁽⁸⁰⁾. Tuttavia, parlare di «custodia» in senso tradizionale delle cripto-attività non appare corretto in ragione dell’utilizzo della tecnologia a registro distribuito: le cripto-attività non sono custodite in senso tradizionale, bensì sono registrate sulla *blockchain*, ancorate a uno specifico utilizzatore, che possiede chiavi crittografiche per la movimentazione. La detenzione da parte dell’intermediario (*wallet provider* o *exchange*)

⁽⁷⁴⁾ «Non sembra azzardato affermare che il mondo del trading di criptoattività costituisca un mercato finanziario parallelo», in tal senso, CALONI, *Deposito di criptoattività presso una piattaforma exchange: disciplina e attività riservate*, in *Giur. comm.*, I, 2020, p. 1097.

⁽⁷⁵⁾ PARACAMPO, *op. cit.*, p. 103. Le regole dettate da MiFID sono diventate il punto di riferimento per la tutela del consumatore nel mondo finanziario, in tal senso ANNUNZIATA, *Towards an EU charter for the protection of end users in financial market*, in EBI, *Working paper series*, n. 128, 2022, p. 28 ss, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4200502.

⁽⁷⁶⁾ PARACAMPO, *op. cit.*, p. 106.

⁽⁷⁷⁾ Art 3.1, n. 17, Reg. 2023/1114.

⁽⁷⁸⁾ Art 75.2, Reg. 2023/1114.

⁽⁷⁹⁾ Art 75.3, Reg. 2023/1114.

⁽⁸⁰⁾ Art 75.8, Reg. 2023/1114.

avviene tramite la detenzione dei mezzi di accesso ai *crypto-asset* (principalmente le chiavi crittografiche private) ⁽⁸¹⁾. Salvo diversa previsione esplicita, qualora dovesse accadere un qualunque evento, compresa la modifica del registro distribuito, che implicherebbe un cambiamento dei diritti dei clienti, questi ultimi lo esercitano sulla base di come esso era configurabile prima dell'evento modificativo ⁽⁸²⁾.

È previsto anche il principio della «separazione patrimoniale», infatti i *crypto-asset* detenuti per conto dei clienti sono separati rispetto al patrimonio del prestatore, in modo tale che i creditori di quest'ultimo non abbiano diritto di rivalsa sulle cripto-attività dei clienti, soprattutto in caso di insolvenza ⁽⁸³⁾. La separazione dei *crypto-asset* di ciascun cliente deve risultare dai registri delle posizioni aperte a nome di ciascun cliente *ex art 75.2*, ma non è necessario che accada in relazione al registro distribuito. Infatti, il paragrafo 7 dell'art 75 sancisce che i prestatori «assicurano che, nel registro distribuito, le cripto-attività dei loro clienti siano detenute in modo distinto rispetto alle proprie cripto-attività» senza prevedere che le cripto-attività dei singoli clienti siano tra di loro separate. Può quindi venirsi a configurare una situazione per cui le cripto-attività del cliente, pur essendo separate rispetto a quelle del fornitore di servizi, siano comunque registrate sulla *blockchain* a nome del fornitore stesso. In quest'ipotesi, rilevanza centrale assume la corretta tenuta delle scritture interne, in modo tale da poter consentire la corretta ed esatta ricostruzione del patrimonio del fornitore di servizi, soprattutto in caso di insolvenza. La soluzione che è stata da taluni prospettata ⁽⁸⁴⁾, in caso in mancato rispetto della separazione patrimoniale, è il ricorso a quanto previsto per la liquidazione coatta amministrativa di banche (art 91, co. 2-3 TUB) e SIM (art 57, co. 3 che rinvia alle norme previste per gli enti creditizi). Ipotizzando una possibile applicazione al mondo cripto dell'art 91, si avrebbe che qualora non sia stata rispettata la separazione dei patrimoni dei clienti (ma quella tra prestatore e clienti sì), ciascuno riceverebbe la sua quota di cripto-attività in proporzione alla posizione individuale ricostruibile mentre, qualora non sia stata rispettata la separazione patrimoniale tra prestatore e clienti, questi ultimi concorreranno coi creditori chirografari ⁽⁸⁵⁾.

Il servizio di custodia e amministrazione di cripto-attività, nel MiCAR viene “promosso” rispetto al corrispondente MiFID: se il servizio MiFID, rientrando nelle ipotesi

⁽⁸¹⁾ CIOCCA, *Servizi di custodia, negoziazione e regolamento di cripto-attività*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, fascicolo speciale, p. 90.

⁽⁸²⁾ Art 75.4, Reg. 2023/1114.

⁽⁸³⁾ Art 75.7, Reg. 2023/1114.

⁽⁸⁴⁾ GIUDICI, *Insolvenza di un «custodial marketplace» di valute virtuali e tutela dei clienti*, in *Società*, 2020, p. 592.

⁽⁸⁵⁾ CIOCCA, *op. cit.*, p. 94.

dei servizi accessori, non è assoggetto a riserva e, quindi, non è subordinato al rilascio di una preventiva autorizzazione ⁽⁸⁶⁾, altrettanto non può dirsi per il servizio MiCA, per la cui prestazione è invece necessaria l'autorizzazione. La centralità di questo servizio, testimoniata dalla “*pole position*” dello stesso in ogni elenco dei servizi MiCA, deriva, *in primis*, dal fatto che la creazione di un *wallet* per la custodia dei *crypto-asset*, è preliminare a qualsiasi operazione si voglia fare nel mondo delle cripto-attività, e *in secundis* dal fatto che, le carenze strutturali e di *governance* nella prestazione di detto servizio, sono all'origine dei fallimenti di diverse piattaforme di *exchange*, tra cui, a titolo di esempio, il colosso FTX ⁽⁸⁷⁾.

Un secondo servizio disciplinato dal MiCAR è la «gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività», definito come «la gestione di uno o più sistemi multilaterali che consente o facilita l'incontro, all'interno del sistema e in base alle sue regole, di molteplici interessi di terzi per l'acquisto o la vendita di cripto-attività, in modo tale da portare alla conclusione di contratti» ⁽⁸⁸⁾. Evidente è il parallelismo con le *trading venue* disciplinate da MiFID, in cui si assiste alla tripartizione delle sedi di negoziazione in mercati regolamentati, sistemi multilaterali (MTF) e sistemi organizzati (OTF), a cui si aggiunge la figura dell'internalizzatore sistematico. La nota tripartizione non è riproposta dal legislatore, che fa generale riferimento ad una «piattaforma di negoziazione di cripto-attività», in quanto il mercato non è abbastanza maturo per frazionare domanda e offerta allo stesso modo del mercato degli strumenti finanziari ⁽⁸⁹⁾. La scelta operata è quella di rimettere all'autonomia privata la disciplina delle sedi di negoziazione delle cripto-attività, pur all'interno di una cornice (seppur molto ampia) definita dal MiCAR. In particolare, i gestori della piattaforma devono tra le altre cose ⁽⁹⁰⁾:

- stabilire processi di approvazione da applicare prima di ammettere una cripto-attività alla negoziazione, con particolare riferimento al rispetto della normativa antiriciclaggio;
- definire le categorie di cripto-attività escluse dalla negoziazione;
- definire politiche, procedure e le commissioni applicabili;
- stabilire norme non discriminatorie per l'accesso alla negoziazione;

⁽⁸⁶⁾ BELLEGGIA, *I servizi di investimento e i servizi accessori*, in *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, cit., p. 64.

⁽⁸⁷⁾ PARACAMPO, *op. cit.*, p. 114.

⁽⁸⁸⁾ Art 3.1, n. 18, Reg. 2023/1114.

⁽⁸⁹⁾ CIOCCA, *op. cit.*, p. 96.

⁽⁹⁰⁾ Art 76.1, Reg. 2023/1114.

- stabilire norme e procedure non discrezionali per garantire una negoziazione corretta e ordinata e criteri oggettivi per l'efficace esecuzione degli ordini;
- stabilire condizioni affinché le crypto-attività restino accessibili per la negoziazione;
- fissare le condizioni alle quali la negoziazione può essere sospesa.

Prima di procedere all'ammissione alla negoziazione i prestatori di servizio valutano l'adeguatezza della crypto-attività e il rispetto delle norme della piattaforma ⁽⁹¹⁾, le quali devono impedire l'ammissione alla negoziazione di quelle crypto-attività che hanno una funzione di anonimizzazione integrata, a meno che il prestatore di servizi non sia in grado di identificare il possessore e lo storico delle transazioni ⁽⁹²⁾. Risulta pertanto da quest'ultima previsione che, la trasparenza delle transazioni e dei possessori dei *crypto-asset* deve sempre essere garantita. Sempre nella logica di rafforzare la trasparenza, si prevede che i gestori della piattaforma debbano: (i) informare la relativa autorità competente quando individuano casi di abuso di mercato o tentato abuso di mercato ⁽⁹³⁾; (ii) render pubblici tutti i prezzi di domanda e offerta ⁽⁹⁴⁾; (iii) render pubblici il prezzo, il volume e l'ora delle operazioni eseguite in relazione alle crypto-attività negoziate sulla piattaforma ⁽⁹⁵⁾; (iv) garantire un accesso indiscriminato a tali informazioni ⁽⁹⁶⁾; (v) garantire che le tariffe applicate siano eque e non discriminatorie ⁽⁹⁷⁾; (vi) tenere a disposizione dell'autorità competente per almeno 5 anni i dati pertinenti a tutti gli ordini di crypto-attività pubblicizzati attraverso i loro sistemi ⁽⁹⁸⁾.

Il forte ricorso all'autonomia privata nella gestione dei sistemi di scambio è tipico anche di MiFID; tuttavia, in quest'ultimo caso esso avviene in un contesto concorrenziale più consolidato. Nel mondo dei *crypto-asset*, che costituisce un mercato emergente, la scelta di affidarsi agli operatori di mercato potrebbe generare fenomeni di concorrenza al ribasso con un potenziale pregiudizio per gli investitori ⁽⁹⁹⁾.

La multilateralità delle piattaforme di negoziazione è confermata dalla stessa definizione (vedi *supra*). Essa si va a contrapporre non all'unilateralità (altrimenti non ci sarebbe scambio) bensì alla bilateralità, tipica della figura dell'internalizzatore sistematico,

⁽⁹¹⁾ Art 76.2, Reg. 2023/1114.

⁽⁹²⁾ Art 76.3, Reg. 2023/1114.

⁽⁹³⁾ Art 76.8, Reg. 2023/1114.

⁽⁹⁴⁾ Art 76.9, Reg. 2023/1114.

⁽⁹⁵⁾ Art 76.10, Reg. 2023/1114.

⁽⁹⁶⁾ Art 76.11, Reg. 2023/1114.

⁽⁹⁷⁾ Art 76.13, Reg. 2023/1114.

⁽⁹⁸⁾ Art 76.15, Reg. 2023/1114.

⁽⁹⁹⁾ CIOCCA, *op. cit.*, p. 96.

il quale, nel mondo finanziario tradizionale è controparte della transazione e assume posizioni di rischio ⁽¹⁰⁰⁾. Ciò vuol dire che il gestore della piattaforma di negoziazione di cripto-attività non negozia per conto proprio sulla piattaforma, ma si limita a consentire o facilitare l'incontro di molteplici interessi di terzi. La conferma in tal senso si ha dal paragrafo 5 dell'art 76 il quale prevede che i prestatori «non negoziano per conto proprio sulla piattaforma di negoziazione di cripto-attività che gestiscono, anche quando prestano servizi di scambio di cripto-attività con fondi o con altre cripto-attività».

La definizione del MiCAR non consente di trarre conclusioni sulle modalità di associazione degli ordini (se discrezionale oppure no). La discrezionalità avvicinerrebbe le piattaforme di negoziazione ai sistemi organizzati, mentre la non discrezionalità, ai sistemi multilaterali ⁽¹⁰¹⁾. A favore della non discrezionalità deporrebbe il fatto che il prestatore deve «stabilire norme e procedure non discrezionali per garantire una negoziazione corretta» ⁽¹⁰²⁾; in contrario ciò non è previsto a livello definitorio come viene fatto espressamente per i sistemi multilaterali di MiFID.

Nell'ambito delle piattaforme di scambio di cripto-attività è previsto che la negoziazione possa avvenire «*matched principal*» solo qualora ci sia stato un accordo con il cliente in tal senso ⁽¹⁰³⁾. Questa previsione “allontana” le piattaforme di negoziazione delle cripto-attività dai sistemi multilaterali e dai mercati e regolamentati e li avvicina ai sistemi organizzati di negoziazione, considerando che nell'ambito degli MTF e dei mercati regolamentati la negoziazione *matched principal* è vietata ⁽¹⁰⁴⁾. Al contrario, essa è concessa per gli OTF solo per determinati prodotti e previo consenso del cliente ⁽¹⁰⁵⁾. La negoziazione può dirsi *matched principal* «qualora l'intermediario si interpone nella transazione tra

⁽¹⁰⁰⁾ SEPE, *I mercati regolamentati*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di Capriglione, Milano, 2016, p. 700.

⁽¹⁰¹⁾ Mentre negli MTF l'associazione degli ordini deve avvenire su base non discrezionale, negli OTF l'associazione avviene su base discrezionale secondo quanto disposto dall'art 65 *quater* TUF, che comunque deve essere esercitata secondo modalità predefinite, comunicate preventivamente alla Consob, CIAN, *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, Torino, 2020, p.1133; BELLEGGIA, *op. cit.*, p. 60.

⁽¹⁰²⁾ Art 76.1, lett e, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁰³⁾ Art 76.6, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁰⁴⁾ Per gli MTF il divieto è sancito dall'art 19.5, MiFID II in cui si sancisce: «gli Stati membri non autorizzano le imprese di investimento o i gestori del mercato che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione ad eseguire ordini dei clienti impegnando capitale proprio né ad effettuare negoziazioni “*matched principal*”», per i mercati regolamentati il divieto è sancito dall'art 47.2, MiFID II in cui si sancisce «gli Stati membri non autorizzano i gestori del mercato ad eseguire ordini dei clienti impegnando capitale proprio né ad effettuare negoziazioni “*matched principal*” in nessuno dei mercati regolamentati gestiti».

⁽¹⁰⁵⁾ Per gli OTF occorre considerare l'art 20.2, MiFID II in cui si afferma: «gli Stati membri autorizzano le imprese di investimento e i gestori del mercato che gestiscono un sistema organizzato di negoziazione ad effettuare *matched principal trading* per obbligazioni, prodotti finanziari strutturati, quote di emissione e taluni derivati, esclusivamente nei casi in cui il cliente abbia acconsentito al processo».

l'acquirente e il venditore in modo da non essere mai esposto al rischio di mercato»⁽¹⁰⁶⁾ ed esegue un incrocio (*match*) di ordini di segno opposto (da un lato compra e dall'altro vende) sui medesimi strumenti finanziari. La transazione è realizzata a un prezzo per cui l'intermediario non realizza né utili né perdite, e il suo guadagno è rappresentato unicamente dalle commissioni che percepisce⁽¹⁰⁷⁾.

Lo «scambio di cripto-attività per fondi» e lo «scambio di cripto-attività con altre cripto-attività» costituiscono due servizi distinti, a cui corrispondono due definizioni distinte, ma che tuttavia si diversificano per l'oggetto dello scambio in contropartita. Essi consistono nella «conclusione di contratti con clienti per l'acquisto o la vendita di cripto-attività a fronte di fondi/altre cripto attività utilizzando capitale proprio»⁽¹⁰⁸⁾. I prestatori che offrono questo servizio devono stabilire una politica commerciale non discriminatoria indicando i tipi di clienti con cui intendono effettuare operazioni e le condizioni che essi devono soddisfare affinché ciò accada⁽¹⁰⁹⁾. Il prezzo di scambio deve essere oggetto di pubblicità⁽¹¹⁰⁾, al pari delle operazioni eseguite, indicandone volume e prezzo⁽¹¹¹⁾.

L'«esecuzione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti» è definito come «la conclusione di accordi, per conto di clienti, per l'acquisto o la vendita di una o più cripto-attività o la sottoscrizione per conto di clienti di una o più cripto-attività, compresa la conclusione di contratti per la vendita di cripto-attività al momento della loro offerta al pubblico o dell'ammissione alla negoziazione»⁽¹¹²⁾. Nel disciplinare questo servizio si prevede che i prestatori debbano adottare tutte le misure necessarie per garantire il miglior risultato possibile per i loro clienti, anche qualora dovessero operare come controparte⁽¹¹³⁾, a meno che non eseguano gli ordini secondo specifiche istruzioni fornite dai clienti stessi

⁽¹⁰⁶⁾ Art 4.1, punto 38, dir. 2014/65 (MiFID II).

⁽¹⁰⁷⁾ GHIELMI, *Le sedi di negoziazione nell'ambito della disciplina MiFID II e MiFIR*, 8 aprile 2015, rinvenibile al sito:

<https://www.dirittobancario.it/art/le-sedi-di-negoziazione-nell-ambito-della-disciplina-mifid-ii-e-mifir/>.

⁽¹⁰⁸⁾ Art 3.1, punti 19 e 20, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁰⁹⁾ Art 77.1, Reg. 2023/1114.

⁽¹¹⁰⁾ Art 77.3, Reg. 2023/1114.

⁽¹¹¹⁾ Art 77.4, Reg. 2023/1114.

⁽¹¹²⁾ Art 3.1, punto 21, Reg. 2023/1114.

⁽¹¹³⁾ La possibilità che il prestatore di servizi per le cripto-attività sia controparte nella prestazione del servizio di «esecuzione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti» è presa in considerazione dal *considerando* 87. In tali ipotesi potrebbero esserci delle somiglianze con il servizio di «scambio di cripto-attività con fondi» o «con altre cripto-attività». Tuttavia, in questi ultimi casi il prezzo è stabilito dal prestatore, mentre nel primo caso il prestatore dovrà «assicurarsi sempre di ottenere il miglior risultato possibile per il cliente, anche quando opera in qualità di controparte del cliente, in linea con la sua migliore strategia di esecuzione».

(¹¹⁴). La strategia di esecuzione degli ordini deve essere elaborata in anticipo dal prestatore, tali informazioni devono essere fornite ai clienti stessi e ciascun cliente deve dare il suo consenso preliminare (¹¹⁵). L'ispirazione al principio della *best execution* di MiFID è evidente (¹¹⁶). Le regole in materia prevedono che occorra fare una valutazione sulla natura del cliente, dei suoi fabbisogni di negoziazione, valutare le varie *trading venue* disponibili e indirizzare gli ordini del cliente in base alla ponderazione dei vari elementi in gioco (¹¹⁷). Nell'ipotesi in cui la strategia di esecuzione preveda che gli ordini possano essere eseguiti al di fuori di una piattaforma di negoziazione, occorre il consenso preliminare esplicito del cliente, o sotto forma di accordo generale, o in relazione alle singole operazioni (¹¹⁸).

Il «collocamento di cripto-attività» è definito come «la commercializzazione di cripto-attività agli acquirenti, a nome o per conto dell'offerente o di una parte a esso connessa» (¹¹⁹). Il TUF non definisce espressamente il corrispondente servizio MiFID, ma individua due diverse modalità di effettuazione dello stesso: esso può avvenire o con assunzione di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente (¹²⁰) (l'intermediario garantisce il buon esito dell'operazione impegnandosi ad acquistare gli strumenti finanziari non sottoscritti dall'investitore), oppure senza assunzione a fermo (¹²¹) (l'intermediario distributore si limita a offrire gli strumenti finanziari sul mercato senza assumere un impegno verso l'emittente o il venditore) (¹²²). L'impegno dell'intermediario può essere sia nei confronti dell'emittente, sia nei confronti di un altro soggetto, ma in ogni caso il collocamento si sostanzia nell'offerta in sottoscrizione o vendita di strumenti finanziari, a condizioni standardizzate, in base ad un accordo preventivo intercorrente fra il collocatore e

(¹¹⁴) Art 78.1, Reg. 2023/1114. Per garantire il miglior risultato possibile bisogna tener conto di: prezzo, costi, velocità, probabilità di esecuzione e regolamento, dimensioni, natura, condizioni di custodia delle cripto-attività o qualsiasi altra considerazione pertinente all'esecuzione dell'ordine.

(¹¹⁵) Art 78.3, Reg. 2023/1114.

(¹¹⁶) Art 47-48, Regolamento Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018 (Intermediari).

(¹¹⁷) FORTE, *La best execution e la gestione degli ordini dei clienti*, in *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, cit. p. 244.

(¹¹⁸) Art 78.5, Reg. 2023/1114.

(¹¹⁹) Art 3.1, punto 18, Reg. 2023/1114.

(¹²⁰) Art 1, co. 5, lett c, TUF.

(¹²¹) Art 1, co. 5, lett c *bis*, TUF.

(¹²²) BELLEGGIA, *op. cit.*, p. 53.

colui che vende o emette gli strumenti stessi ⁽¹²³⁾; accordo che è espressamente previsto anche dal regolamento MiCA in caso di collocamento di cripto-attività ⁽¹²⁴⁾.

Quanto detto in precedenza non è tuttavia sufficiente per distinguere il collocamento dall'esecuzione di ordini, in quanto anche quest'ultimo può avvenire sulla base di un accordo preventivamente intercorso tra intermediario e soggetto venditore (es. un soggetto incarica l'intermediario di vendere strumenti finanziari). I criteri di differenziazione possono essere così riassunti: (i) il servizio di collocamento, potendo avere ad oggetto anche la sottoscrizione, e non solo la vendita, può svolgersi anche sul c.d. "mercato primario"; (ii) l'esecuzione di ordini può avere ad oggetto sia l'acquisto che la vendita, mentre nel collocamento, l'intermediario offre all'investitore l'acquisto o la sottoscrizione; (iii) nel collocamento, l'offerta degli strumenti finanziari avviene a condizioni di massa, nell'ambito di offerte indirizzata a terzi ⁽¹²⁵⁾.

I prestatori di servizi per le cripto-attività che collocano cripto-attività devono comunicare all'offerente, a chi chiede l'ammissione alla negoziazione o a eventuali terzi che agiscono per conto loro, prima di concludere un accordo ⁽¹²⁶⁾: (i) il tipo di collocamento preso in considerazione, compresa la garanzia o meno di un importo minimo di acquisto (quindi se si tratta o meno di un collocamento con assunzione di impegno irrevocabile); (ii) l'importo delle commissioni associate al collocamento; (iii) i tempi, il processo e il prezzo dell'operazione; (iv) informazioni sugli acquirenti destinatari.

È infine previsto che la norma in materia di conflitto di interesse (l'art 72, prevedente obblighi di identificazione, prevenzione, gestione e infine di comunicazione) si applica anche nel caso di collocamento di cripto-attività quando il conflitto di interesse può derivare da ⁽¹²⁷⁾: (i) il fatto che il collocamento avviene presso i propri clienti; (ii) una sovrastima o sottostima del prezzo proposto; (iii) il pagamento o concessione di incentivi, anche non monetari, ai prestatori di servizio per le cripto-attività.

⁽¹²³⁾ CONSOB, *Comunicazione n. DAL/97006042*, 9 luglio 1997 rinvenibile al sito: <https://www.consob.it/documents/1912911/1913230/97006042.pdf/4f6fadd6-3125-bf8d-2d79-7735b899af1e>; CONSOB, *Comunicazione n. DEM/1058048*, 27 luglio 2001 rinvenibile al sito: <https://www.consob.it/documents/1912911/1913230/c1052803.pdf/6f9263c7-df76-836b-9acf-5e463c387cc9>; GUACCERO e CIOCCA, *Servizi e attività di investimento*, in *Il testo unico finanziario*, cit., p. 136; LUPI, *Sub art. 1, 5°-6° comma*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, Torino, 2012, p. 45; ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, Milano, 2013, p. 21.

⁽¹²⁴⁾ Art 79.1, co. 2, Reg. 2023/1114, il quale afferma che «i prestatori di servizi per le cripto-attività che collocano cripto-attività ottengono, prima di collocare tali cripto-attività, il consenso degli emittenti di tali cripto-attività o di eventuali terzi che agiscono per loro conto per quanto riguarda le informazioni elencate al primo comma».

⁽¹²⁵⁾ ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 119.

⁽¹²⁶⁾ Art 79.1, Reg. 2023/1114.

⁽¹²⁷⁾ Art 79.2, Reg. 2023/1114.

Il servizio di «ricezione e trasmissione di ordini» è definito come «la ricezione da una persona di un ordine di acquisto o di vendita di una o più cripto-attività o di sottoscrizione di una o più cripto-attività e la trasmissione di tale ordine a una terza parte a fini di esecuzione» ⁽¹²⁸⁾. In questo caso i prestatori canalizzano, tramite procedure e dispositivi *ad hoc*, in modo tempestivo e corretto, gli ordini dei clienti verso una piattaforma di negoziazione o verso un altro prestatore di cripto-attività, al fine di far eseguire l'ordine stesso ⁽¹²⁹⁾. Le previsioni dell'art 80 del MiCAR costituiscono un *unicum* nel panorama della legislazione finanziaria, in quanto il corrispondente servizio MiFID non ha né una definizione, né una disciplina, fatta eccezione per il generale obbligo «di agire per servire al meglio gli interessi dei loro clienti quando trasmettono gli ordini dei clienti ad altre entità ai fini di esecuzione» ⁽¹³⁰⁾. Il legislatore si preoccupa di impedire che possano configurarsi conflitti di interesse ⁽¹³¹⁾ qualora la «canalizzazione» degli ordini avvenga verso una specifica piattaforma o uno specifico prestatore di servizi: i prestatori che offrono il servizio di ricezione e trasmissione di ordini non ricevono alcun sconto o beneficio non monetario ⁽¹³²⁾.

Il servizio di «prestazione di consulenza sulle cripto-attività» e di «prestazione della gestione del portafoglio di cripto-attività» sono disciplinate unitamente dal MiCAR nell'art 81. La prestazione di consulenza è definita come: «l'offerta, la fornitura o l'accordo per la fornitura di raccomandazioni personalizzate a clienti, su richiesta del cliente o su iniziativa del prestatore di servizi per le cripto-attività che presta la consulenza, in merito a una o più operazioni relative a cripto-attività o all'impiego di servizi per le cripto-attività» ⁽¹³³⁾, mentre la gestione del portafoglio come «a gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento nell'ambito di un mandato conferito dai clienti, qualora tali portafogli includano una o più cripto-attività» ⁽¹³⁴⁾. La definizione di gestione di portafogli è praticamente identica, salvo l'oggetto (cripto-attività vs strumenti finanziari), a quella fornita dall'art 1, co. 5 *quinquies* TUF. Non viene definita dal legislatore, in ambito finanziario “tradizionale” la nozione di «portafoglio», che deve essere intesa in senso lato: esso comprende almeno uno strumento finanziario oltre a beni diversi quali, ad esempio,

⁽¹²⁸⁾ Art 3.1, punto 22, Reg. 2023/1114

⁽¹²⁹⁾ Art 80.2, Reg. 2023/1114.

⁽¹³⁰⁾ Art 65.2, Reg. Del. 2017/565.

⁽¹³¹⁾ PARACAMPO, *op. cit.*, p. 122.

⁽¹³²⁾ Art 80.2, Reg. 2023/1114.

⁽¹³³⁾ Art 3.1, punto 24, Reg. 2023/1114.

⁽¹³⁴⁾ Art 3.1, punto 25, Reg. 2023/1114.

altri prodotti finanziari, immobili, valute e metalli ⁽¹³⁵⁾. Dalla definizione del servizio fornita dal MiCAR si ricava che il portafoglio possa includere oltre a cripto-attività di varia natura anche ulteriori *asset*, compresi strumenti finanziari (anche *tokenizzati*) ⁽¹³⁶⁾.

Un'impostazione di questo tipo però nell'ecosistema MiCA pone un tema non indifferente: se si ammette che il «portafoglio di cripto-attività» possa contenere anche *asset* diversi dalle cripto-attività si verrebbe a creare una situazione in cui, un soggetto abilitato a prestare solo servizi per le cripto-attività e non di intermediazione mobiliare, opererebbe anche in un ambito diverso da quest'ultimo e per cui non ha l'autorizzazione (si pensi all'ipotesi in cui il portafoglio contenga anche strumenti finanziari). Il problema non si porrebbe per questi soggetti (banche, imprese di investimento, etc. etc.) che godono del passaporto europeo in virtù della presunzione di equivalenza dei servizi. A meno che non si voglia riconoscere la biunivocità della presunzione di equivalenza con conseguente necessità di ripensare l'architettura dell'intero sistema finanziario ⁽¹³⁷⁾, occorre accogliere una interpretazione restrittiva della nozione di «portafoglio di cripto-attività», non comprendente *asset* la cui gestione è sottoposta a riserva.

In relazione alla gestione di portafoglio si prevede l'obbligo di trasmissione da parte del prestatore di servizi di rendiconti periodici delle attività di gestione del portafoglio ⁽¹³⁸⁾.

I prestatori che prestano consulenza o gestione di portafoglio valutano l'adeguatezza dei servizi o delle cripto-attività ai loro clienti o potenziali clienti, tenendo in considerazione conoscenze, esperienze, obiettivi di investimento, tolleranza al rischio e la situazione finanziaria. La disciplina è pertanto incentrata sulla valutazione di adeguatezza di mifiddiana memoria ⁽¹³⁹⁾. L'adeguatezza consiste nella raccolta di una estesa gamma di informazioni, come sopra indicato, funzionale a stabilire se la specifica operazione ⁽¹⁴⁰⁾:

- corrisponde agli obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio;
- è finanziariamente sopportabile da parte del cliente;
- può essere compresa, dal punto di vista dei rischi ad essa inerenti, da parte del cliente.

⁽¹³⁵⁾ BELLEGGIA, *op. cit.*, p. 55; ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 122; in tal senso si era già espressa la dottrina in riferimento alla previgente disciplina (non MiFID), DE MARI e SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005, p. 71; ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Rivista delle società*, 1998, p. 1022.

⁽¹³⁶⁾ PARACAMPO, *op. cit.*, p. 129 ss.

⁽¹³⁷⁾ Si vedano le considerazioni effettuate *supra* e PARACAMPO, *op. cit.*, p. 105 ss.

⁽¹³⁸⁾ Art 81.14, Reg. 2023/1114.

⁽¹³⁹⁾ Le disposizioni di riferimento sono gli art 24-25 della direttiva MiFID II.

⁽¹⁴⁰⁾ RIMINI, *Le regole di condotta*, in *Il testo unico finanziario*, cit., p. 431.

La consulenza sulle cripto-attività può essere fornita in due modi distinti (in ogni caso ciò deve essere oggetto di comunicazione al cliente): su base indipendente oppure no. Nel primo caso il prestatore di servizi per le cripto-attività valuta una congrua gamma di cripto-attività presenti sul mercato e viene fatto divieto di trattenere onorari, commissioni o altri benefici forniti da terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti ⁽¹⁴¹⁾. Una parziale deroga al divieto di percepire incentivi da parte di soggetti terzi è prevista dal comma successivo, il quale prevede che sono consentiti benefici non monetari di entità minima, purché essi migliorino la qualità del servizio prestato e non pregiudichino il rispetto dell'obbligo di agire nel miglior interesse del cliente.

Nell'ipotesi di consulenza prestata su base non indipendente, viene meno il divieto di ricevere incentivi a condizione che il pagamento o incentivo: (i) sia concepito per accrescere la qualità del servizio; (ii) non pregiudichi il rispetto dell'obbligo dei prestatori di agire in modo onesto, equo e professionale nel miglior interesse dei clienti ⁽¹⁴²⁾.

La disciplina del MiCA pecca per quanto riguarda l'informativa prevista a favore del cliente: prima della valutazione di adeguatezza, al cliente andrebbero fornite informazioni specifiche in relazione a fattispecie concrete in modo tale da consentire allo stesso l'assunzione di decisioni ponderate e responsabili ⁽¹⁴³⁾. L'informativa prevista a favore del cliente antecedente alla consulenza si limita alla circostanza dell'indipendenza o meno della consulenza che sarà prestata e successivamente, si prevede l'obbligo di presentare una relazione sulla valutazione dell'adeguatezza effettuata dal prestatore di servizi unita alla sintesi della consulenza prestata ⁽¹⁴⁴⁾. Il cliente deve inoltre essere informato sui rischi relativi alle cripto-attività, la cui indicazione è prevista come obbligatoria in qualsiasi *white paper* relativo alle cripto-attività (rischio di fluttuazioni del valore, rischio di perdita del valore totale o parziale, possibile illiquidità, non copertura dai sistemi di indennizzo degli investitori di cui alla direttiva 97/9/CE o dai sistemi di garanzia dei depositi di cui alla direttiva 2014/49/UE).

Chiude il catalogo dei servizi MiCA il «trasferimento di cripto-attività per conto dei clienti», definito come «la prestazione di servizi di trasferimento, per conto di una persona fisica o giuridica, di cripto-attività da un indirizzo o un conto di registro distribuito a un

⁽¹⁴¹⁾ Art 81.3, Reg. 2023/1114; Esse costituiscono le condizioni che devono essere rispettate affinché la consulenza possa dirsi prestata su base indipendente. In tal senso: GARUFFI, *La consulenza di investimenti su base indipendente*, in *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, cit., p. 65 ss.

⁽¹⁴²⁾ Art 81.6, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁴³⁾ PARACAMPO, *op. cit.*,

⁽¹⁴⁴⁾ Art 81.13, Reg. 2023/1114.

altro»⁽¹⁴⁵⁾. In quest'ipotesi l'intermediario si viene a configurare semplicemente come il soggetto che esegue la transazione per conto del cliente e nulla di più. A monte della prestazione deve esserci un accordo tra prestatore e cliente che deve comprendere una descrizione del meccanismo di funzionamento delle transazioni e dei sistemi di sicurezza applicati, deve indicare le commissioni applicabili e da ultimo la legge applicabile⁽¹⁴⁶⁾. La sovrapposizione con altre discipline, in particolare la PSD2 relativa alla prestazione dei servizi di pagamento o la normativa applicabile agli istituti di moneta elettronica qualora il trasferimento abbia ad oggetto *e-money token*, è sicuramente configurabile e proprio per questo motivo il MiCAR prevede una disciplina minimale del servizio e rinvia agli orientamenti dell'ESMA, per una regolamentazione di dettaglio⁽¹⁴⁷⁾.

⁽¹⁴⁵⁾ Art 3.1, n. 26, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁴⁶⁾ Art 82.1, Reg. 2023/1114.

⁽¹⁴⁷⁾ Art 82.2, Reg. 2023/1114.

CONCLUSIONI

Il regolamento MiCA costituisce un primo passo verso la regolamentazione del fenomeno dei *crypto-asset*. La scelta operata dal legislatore è riproporre l'architettura finanziaria di MiFID, talora adattata, in modo tale da poter assicurare agli investitori le medesime tutele. Essendo l'unica normativa specificatamente dettata per i *crypto-asset*, può costituire un punto di riferimento per la risoluzione delle problematiche giuridiche che i *crypto-asset* pongono quando entrano in scena

Il mondo delle cripto-attività viene a configurarsi come trasversale rispetto a quello finanziario e va ad intersecarsi con varie normative. I confini geografici di MiCA rispetto ad altre normative (MiFID II, PSD2, EMD2, CRD IV, CRR) sono incerti e necessitano di essere individuati con maggior precisione. In tal senso si dovranno attendere gli orientamenti e le norme tecniche di regolamentazione dell'ABE o dell'ESMA, che potranno fornire chiarezza sul punto. MiCA può costituire il punto di partenza per un ripensamento dell'intera struttura finanziaria (anche nella direzione di una *tokenizzazione* della stessa), e viene approvato in un momento in cui sono in corso profondi cambiamenti della legislazione vigente (si pensi alla proposta di modifica della PSD2, in relazione alla quale l'EBA ha proposto la fusione tra essa e la EMD2).

Così come MiCA può costituire il punto di partenza di un ripensamento del sistema, può anche rimanere lettera morta: gli sfuggenti confini tra cripto-attività e strumenti finanziari e l'enorme portata della finanziarità come requisito per ritenere applicabile la normativa finanziaria tradizionale potrebbero determinarne la "condanna a morte". Tramite la "scappatoia della finanziarità" autorità di vigilanza e autorità giurisdizionale potranno applicare la normativa MiFID, molto più collaudata, a discapito di MiCA, più embrionale e sperimentale. Saranno decisivi in tal senso gli orientamenti dell'ESMA.

La normativa MiCA è, in effetti, una normativa sperimentale, lo testimoniano l'art 140 che prevede che la Commissione debba presentare al Parlamento due relazioni sull'applicazione del MiCAR, una entro il 30 giugno 2025, l'altra entro il 30 giugno 2027, l'art 141 che prevede relazioni annuali dell'ESMA sullo sviluppo del mercato. Come tutte le normative del settore bancario e finanziario essa necessiterà di manutenzione costante e immediata.

Il MiCAR potrebbe anche essere il primo tassello di un più ampio quadro di regolamentazione del settore cripto. Esso è infatti una normativa oggettivamente incompleta

e non pensata per affrontare il fenomeno cripto nel suo complesso. MiCA è applicabile qualora vi siano emittenti o prestatori identificabili, non è applicabile in caso di completa decentralizzazione, non cattura il fenomeno di *bitcoin*, delle DAO e non affronta la questione degli NFT. Entro il 30 dicembre 2024 la Commissione, previa consultazione di ABE e ESMA, dovrà presentare una relazione sugli sviluppi delle tematiche *supra* menzionate; segno che la volontà del legislatore è disciplinare *step by step* l'intero fenomeno delle cripto-attività e della decentralizzazione.

Il 28 giugno 2023 la Commissione ha presentato il «pacchetto moneta unica» e una delle sue parti vuole istituire un quadro giuridico per l'introduzione dell'euro digitale, una CBDC (*central bank digital currency*) della BCE ossia una valuta digitale emessa dalla banca centrale e non da un soggetto privato, ma che dal punto di vista operativo funzionerebbe come una criptovaluta privata. Essa è una riproposizione in chiave moderna della proposta formulata dall'economista James Tobin di consentire ai privati di accendere depositi direttamente presso la banca centrale (chi possiede una CBDC è titolare di un credito direttamente verso la banca centrale) e costituirebbe un passo non indifferente verso la decentralizzazione del mondo finanziario e l'eliminazione degli intermediari.

Tutto ciò per dire che il MiCAR costituisce il primo tassello all'interno di un quadro normativo ancora sfuocato, che solo i futuri interventi del legislatore potranno schiarire.

BIBLIOGRAFIA

Saggi e articoli su rivista:

BATTELLI e INCUTTI, *Gli smart contracts nel diritto bancario tra esigenze di tutela e innovativi profili di applicazione*, in *Contratto e Impr.*, 2019, p. 925.

BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Dir. inform.*, 2017, p. 27.

CALONI, *Deposito di criptoattività presso una piattaforma exchange: disciplina e attività riservate*, in *Giur. comm.*, I, 2020, p. 1073.

CANEPA, *Social media e fin-influencers come nuove fonti di vulnerabilità digitale nell'assunzione delle decisioni di investimento*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 1/2022, p. 307.

CASSARUBEA, *Il ruolo del white paper sulle offerte al pubblico di cripto-attività alla luce della proposta MiCA*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2022, p. 215.

CIAN, *La criptovaluta-alle radici dell'idea giuridica di denaro tramite la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, p. 315.

CIAN, *La nozione di criptoattività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al "token" e ritorno*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, fascicolo speciale, p. 59.

CIAN, *Noterelle su finanziarietà e non finanziarietà nei crypto-assets: la Suprema Corte sulla natura del servizio di exchange*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, II, p. 3.

CIOCCA, *Servizi di custodia, negoziazione e regolamento di cripto-attività*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, fascicolo speciale, p. 79.

CIRAOLO, *Pagamento fraudolento con carta di credito e ripartizione delle responsabilità. Dagli orientamenti attuali alla revisione della PSD*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2017, I, p. 150.

CIRAOLO, *Open Banking, Open Problems. Aspetti controversi del nuovo modello dei "sistemi bancari aperti"*, in *Rivista di diritto bancario*, 2020, I, p. 611.

CIRAOLO, *La disciplina degli e-money tokens tra proposta di Regolamento MiCA e normativa sui servizi di pagamento. Problematiche regolatorie e possibili soluzioni*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2022, p. 239.

CALONI, *Bitcoin: profili civilistici e tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, p. 159 ss.

CALONI, *Deposito di criptoattività presso una piattaforma exchange: disciplina e attività riservate*, in *Giur. comm.*, I, 2020, p. 1073.

CHIERICI, *Aumento di capitale mediante conferimento in criptovalute: il problema della valutazione economica* in *Riv. dott. comm.*, 2019, p. 256.

COAN e PALUDET, *Sull'ammissibilità del conferimento di criptovalute nel capitale sociale di s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, II, 780.

DE STASIO, *Prestazione di servizi di portafoglio digitale relativi alla valuta virtuale "Nanocoin" e qualificazione del rapporto tra prestatore e utente*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, II, p. 339.

ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Rivista delle società*, 1998, p. 1022.

GASPARRI, *Timidi tentativi di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema*, in *Dir. inform.*, 2015, p. 415.

GIUDICI, *Insolvenza di un «custodial marketplace» di valute virtuali e tutela dei clienti*, in *Società*, 2020, p. 588.

MANCINI, *Bitcoin: rischi e difficoltà normative*, in *Banca, impr., soc.*, 2016, p. 111.

MATTASOGLIO, *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)?*, in *Rivista di diritto bancario*, 2021, II, p. 413.

MATTASOGLIO, *Quale futuro per bitcoin e la sua decentralizzazione? Riflessioni in attesa della pronuncia Tulip Trading*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2023, II, p. 283.

MECENATE, *Il deposito del prezzo in criptomonete presso il notaio*, in *Riv. not.*, 2021, p. 385.

NATALE, *Dal “cripto-conferimento” al “cripto-capitale”*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, p. 741.

PASSARETTA, *Bitcoin: il leading case italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, p. 471.

PERNICE, *Criptovalute, tra legislazione italiane e diritto vigente*, in *Ianus. Diritto e Finanza*, 2020, n. 21, p. 43.

PISANI MASSAMORMILE, *Noterelle pessimistiche sui bitcoin*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, I, p. 465.

PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Rivista delle società*, 1970, p. 33.

RULLI, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, p. 121.

SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, p. 191.

VARDI, “*Criptovalute*” e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin, in *Dir. inform.*, 2015, p. 443.

VICARI, *Il white paper nella proposta di regolamento sulle cripto-attività (MiCAR)*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, fascicolo speciale, p. 249.

Monografie:

ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, Milano, 2013.

ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021.

BIANCA, *L’obbligazione*, ristampa aggiornata 2019, Milano, 1990.

BIANCA, *Il contratto*, 3° ed., Milano, 2019.

CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*, Milano, 2020.

CONSOLO, *Spiegazioni di diritto processuale civile*, vol. I, *Le tutele (di merito, sommarie ed esecutive) e il rapporto giuridico processuale*, Torino, 2019.

COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2020.

DELLAROSA e RAZZANTE, *Il nuovo sistema dei controlli interni nella banca. Riprogettare il sistema dopo Basilea 2, Mifid e compliance*, Milano, 2010.

DE MARI e SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005.

GALGANO, *Diritto commerciale. L’imprenditore*, Bologna, tredicesima edizione, ristampa aggiornata, 2013.

GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, diciottesima edizione, ristampa aggiornata, 2013.

GRECO, *Le società nel sistema legislativo italiano. Lineamenti generali*, Torino, 1959.

GUERRIERI, *La moneta elettronica. Profili giuridici dei nuovi strumenti di pagamento*, Bologna, 2015.

LEVITIN, *Consumer Finance Law: Markets and Regulation*, New York, 2018.

MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia. Come intelligenza artificiale e DLT stanno trasformando lo strumento monetario*, Torino, 2022.

MERUZZI, *Complemento di diritto commerciale 2. Società di capitali e cooperative*, Milano, 2020.

PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra mifidizzazione della MiCA e tokenizzazione della Mifid*, Torino, 2023.

PIATTELLI, *La regolamentazione del Fintech. Dai nuovi sistemi di pagamento all'intelligenza artificiale*, Torino, 2023.

SANDEI, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, 2022.

SCALISI, *Il contratto di deposito*, in *Comm.*, Schlesinger, Busnelli, (Artt 1766-1797), Milano, 2011.

SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959.

TORRENTE e SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, 23^a ed., Milano, 2017.

ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Comm.*, Schlesinger, Busnelli, (Artt. 2462-2474), Milano, 2010.

Volimi collettanei:

AVELLA (a cura di), *Bitcoin e cripto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, Il Sole 24 ore, febbraio 2023.

CAPACCIOLI (a cura di), *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, Milano, 2021.

- CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2016.
- CARRIÈRE, DE LUCA, DE MARI, GASPARRI e POLI (a cura di), CONSOB, *Quaderni giuridici. Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, Consob, gennaio 2023.
- CASSANO, DI CIOMMO e DE RITIS (a cura di), *Banche, Intermediari e fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, Milano, 2021.
- CERA e PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, Torino, 2020.
- CIAN e SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Milano, 2020.
- COLOMBO e PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 2004.
- FINOCCHIARO e FALCE (a cura di), *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, Bologna, 2019.
- FRATINI e GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012.
- GAFFURI e BELLEGGIA (a cura di), *I servizi di investimento dopo la Mifid II*, Milano, 2019.
- LENER, LUCHENA e ROBUSTELLA (a cura di), *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, Torino, 2021.
- MAIMERI e MANCINI (a cura di), BANCA D'ITALIA, *Quaderni di ricerca giuridica. Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD, criptovalute e rivoluzione digitale*, Banca d'Italia, n. 87, settembre 2019.
- MAUME, MAUTE e FROMBERGER (a cura di), *The law of crypto-assets: a Handbook*, Londra, 2022.
- NUZZO (a cura di), *Blockchain e autonomia privata. Fondamenti giuridici*, Roma, 2020.

PARACAMPO (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017.

VALENTINO (a cura di), GABRIELLI (diretto da), *Dei singoli contratti. Commentario del Codice civile. Artt. 1655-1802*, Torino, 2011.

VALENTINO (a cura di), GABRIELLI (diretto da), *Dei singoli contratti. Commentario del Codice civile. Artt. 1803-1860*, Torino, 2011.

Contributi in volumi collettanei:

ALLENA e PURPURA, *Profili IVA legati all'operatività in bitcoin e criptovalute*, in AVELLA (a cura di), *Bitcoin e cripto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, Il Sole 24 ore, febbraio 2023, 107.

ANNUNZIATA e CONSO, *"MiCA": la Proposta di regolamentazione della Commissione UE sui crypto-asset*, in AVELLA (a cura di), *Bitcoin e cripto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, Il Sole 24 ore, febbraio 2023, p.29.

ANNUNZIATA e CONSO, *La criptovaluta Stablecoin*, in AVELLA (a cura di), *Bitcoin e cripto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, Il Sole 24 ore, febbraio 2023, p. 35.

AVELLA, *Il fenomeno dei crypto-assets e delle criptovalute*, in AVELLA (a cura di), *Bitcoin e cripto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, Il Sole 24 ore, febbraio 2023, p. 6.

AVELLA, *I termini essenziali per navigare tra le cripto-attività*, in AVELLA (a cura di), *Bitcoin e cripto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, Il Sole 24 ore, febbraio 2023, p. 11.

BELLEGGIA, *I servizi di investimento e i servizi accessori*, in GAFFURI e BELLEGGIA (a cura di), *I servizi di investimento dopo la Mifid II*, Milano, 2019, p. 47.

BELLEZZA, *Blockchain e Smart Contract in ambito finanziario e assicurativo*, in PARACAMPO (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, p. 311.

BUONORA, *Spiegazione dei fondamentali*, paragrafo contenuto nel capitolo *Storia e Tecnica*, in CAPACCIOLI (a cura di), *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, Milano, 2021, p. 55.

BURLONE, *La decentralizzazione e i sistemi di consenso sul dato*, paragrafo contenuto nel capitolo *Storia e tecnica*, in CAPACCIOLI (a cura di), *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, Milano, 2021, p. 85.

CANELLA, *Esecuzione forzata su criptovaluta: qualche idea e nessuna certezza*, paragrafo contenuto nel capitolo *Diritto civile e processuale*, in CAPACCIOLI (a cura di), *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, Milano, 2021, p. 184.

CIAN, *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, in CERA e PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, Torino, 2020, p.1126.

D'AGOSTINO e PISELLI, *La definizione di tecnologia a registro distribuito e di smart contract nella legge di conversione del “decreto semplificazioni”*. *Un primo commento critico*, in NUZZO (a cura di) *Blockchain e autonomia privata. Fondamenti giuridici*, Roma, 2020, p. 15.

DAVOLA, *Distributed ledger technology, blockchain e mercati finanziari*, in CASSANO, DI CIOMMO e DE RITIS (a cura di), *Banche, Intermediari e fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, Milano, 2021, p. 62.

DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza*, in CIAN e SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Milano, 2020, p. 409.

DE MARI, GASPARRI e POLI, *Introduzione: DLT e cripto attività*, in CARRIÈRE, DE LUCA, DE MARI, GASPARRI e POLI (a cura di), CONSOB, *Quaderni giuridici. Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, Consob, gennaio 2023, p. 11.

DE POLI, *I conflitti di interesse e gli inducements*, in CERA e PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, Torino, 2020, p. 454 ss.

DESANA, *La disciplina della gestione accentrata degli scambi e degli strumenti finanziari quotati*, in CERA e PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, Torino, 2020, p. 1148.

DE STASIO, *Le monete virtuali: natura giuridica e disciplina dei prestatori di servizi connessi*, in CIAN e SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Milano, 2020, p. 215.

DI MARTINO, *Soluzioni e prospettive sulla “natura giuridica” delle valute virtuali*, in CASSANO, DI CIOMMO e DE RITIS (a cura di), *Banche, Intermediari e fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, Milano, 2021, p. 297.

FALCONE, *Profili problematici della esternalizzazione di funzioni ed attività “tipiche” da parte degli intermediari del mercato finanziario*, in LENER, LUCHENA e ROBUSTELLA (a cura di), *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, Torino, 2021, p. 275.

FORTE, *La disciplina dei conflitti di interesse*, in GAFFURI e BELLEGGIA (a cura di), *I servizi di investimento dopo la Mifid II*, Milano, 2019, p. 123.

FORTE, *La best execution e la gestione degli ordini dei clienti*, in GAFFURI e BELLEGGIA (a cura di), *I servizi di investimento dopo la Mifid II*, Milano, 2019 p. 243.

FORTE, *L'esternalizzazione delle funzioni operative essenziali e importanti*, in GAFFURI e BELLEGGIA (a cura di), *I servizi di investimento dopo la Mifid II*, Milano, 2019, p. 327.

FURLANI, *DAO: cosa sono e come costituirne una in Italia*, in AVELLA (a cura di), *Bitcoin e cripto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, Il Sole 24 ore, febbraio 2023, p. 54.

FUSCO, *Il deposito di moneta virtuale e l'insolvenza dell'intermediario*, in CASSANO, DI CIOMMO e DE RITIS (a cura di), *Banche, Intermediari e fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, Milano, 2021, p. 461.

GALLO, *DLT, blockchain e smart contract*, in *Diritto del Fintech*, a cura di Cian e Sandei, Milano, 2020, p. 137.

GAMBINO e BOMPREZZI, *Blockchain e criptovalute*, in FINOCCHIARO e FALCE (a cura di), *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, Bologna, 2019, p. 271.

GARAVAGLIA, *Finalità, funzionamento e tipologia di utilizzi delle Blockchain*, in MAIMERI e MANCINI (a cura di), BANCA D'ITALIA, *Quaderni di ricerca giuridica. Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD, criptovalute e rivoluzione digitale*, Banca d'Italia, n. 87, settembre 2019, p. 163.

GARUFFI, *La consulenza di investimenti su base indipendente*, in GAFFURI e BELLEGGIA (a cura di), *I servizi di investimento dopo la Mifid II*, Milano, 2019, p. 65.

GIORDANO, *Normativa sui prestatori di servizi relativi all'utilizzo*, paragrafo contenuto nel capitolo *Diritto civile e processuale*, in CAPACCIOLI (a cura di), *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, Milano, 2021, p. 172.

GRIPPO, *Requisiti organizzativi e di governance*, in GAFFURI e BELLEGGIA (a cura di), *I servizi di investimento dopo la Mifid II*, Milano, 2019, p. 29.

GRIPPO, *La prestazione dei servizi e delle attività di investimento da parte di imprese di paesi terzi*, in GAFFURI e BELLEGGIA (a cura di), *I servizi di investimento dopo la Mifid II*, Milano, 2019, p. 343.

GUACCERO e CIOCCA, *Servizi e attività di investimento*, in CERA e PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, Torino, 2020, p. 125.

IVONE, *Del deposito*, in VALENTINO (a cura di), GABRIELLI (diretto da), *Dei singoli contratti. Commentario del Codice civile. Artt. 1655-1802*, Torino, 2011, p. 771.

LUPI, *Sub art. 1, 5°-6° comma*, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, p. 45.

MAIMERI e PIERRI, *Dei contratti bancari*, in VALENTINO (a cura di), GABRIELLI (diretto da), *Dei singoli contratti. Commentario del Codice civile. Artt. 1803-1860*, Torino, 2011, p. 299 ss.

MESSORE, *I servizi di pagamento dopo la PSD2*, in CASSANO, DI CIOMMO e DE RITIS (a cura di), *Banche, Intermediari e fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, Milano, 2021, p. 439.

MINUSSI, *Utilizzo quale sistema di pagamento nelle transazioni immobiliari con speciale riferimento alle contrattazioni immobiliari*, paragrafo contenuto nel capitolo *Diritto civile e processuale*, in CAPACCIOLI (a cura di), *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, Milano, 2021, p. 125.

MIOLA, *I conferimenti in natura*, in COLOMBO e PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 2004, p. 1.

MIOTTO e SPERANZIN, *I pagamenti elettronici*, in CIAN e SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Milano, 2020, p. 163.

MURINO, *Conferimento di criptoattività in società*, paragrafo contenuto nel capitolo *Diritto commerciale e finanziario*, in CAPACCIOLI (a cura di), *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, Milano, 2021, p. 203.

MURINO, *La responsabilità patrimoniale, il patrimonio (anche societario) costituito da asset digitali e il problema del pignoramento*, in CASSANO, DI CIOMMO e DE RITIS (a cura di), *Banche, Intermediari e fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario*, Milano, 2021, p. 379.

PASSARETTA, *Le valute virtuali in una prospettiva di diritto privato: tra strumenti di pagamento, forme alternative d'investimento e titoli impropri*, paragrafo contenuto nel capitolo *Diritto civile e processuale*, in CAPACCIOLI (a cura di), *Criptoattività, criptovalute e bitcoin*, Milano, 2021, p. 95.

PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in CERA e PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, Torino, 2020, p. 67.

PATZ e WETTLAUFER, *E-Money Tokens, Stablecoins, and Token Payment Services*, in MAUME, MAUTE e FROMBERGER (a cura di), *The law of crypto-assets: a Handbook*, Londra, 2022, p. 266.

PETRASSI, *I profili civilistici delle criptovalute*, in AVELLA (a cura di), *Bitcoin e cripto-attività. Profili regolatori, civilistici e societari. Tassazione dopo la legge di Bilancio 2023*, Il Sole 24 ore, febbraio 2023, p. 40.

REINERS, *Fintech regulation in the United States*, in CIAN e SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Milano, 2020, p. 645.

RIMINI, *Le regole di condotta*, in CERA e PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, Torino, 2020, p. 416.

SACCO GINEVRI, *Esternalizzazione (outsourcing)*, in FINOCCHIARO e FALCE (a cura di), *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, Bologna, 2019, p. 205.

SCIARRONE ALIBRANDI, *Il testo unico finanziario alla prova del fintech*, in CERA e PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, Torino, 2020, p. 29.

SEPE, *I mercati regolamentati*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2016, p. 700.

SPOLIDORO, *I conferimenti in danaro*, in COLOMBO e PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 2004, p. 245.

Sitografia:

www.amf-france.org

www.bafin.de

www.bancaditalia.it

www.bankofengland.co.uk
www.banque-france.fr
www.bitcoin.org
www.bis.org
www.borsaitaliana.it
www.coindesk.com
www.coinmarketcap.com
www.consob.it
www.dirittobancario.it
www.eba.europa.eu
www.ec.europa.eu
www.esma.europa.eu
www.eurlex.eu
www.fca.org.uk
www.finma.ch
www.fsb.org
www.ilsole24ore.com
www.loc.gov
www.repubblica.it
www.ssrn.com
www.treccani.it

Contributi e documenti reperibili in fonti sitografiche:

AMATO e BENVENUTO, *Regolamento DLT: il regime pilota UE sulle nuove infrastrutture di mercato*, 8 luglio 2022, rinvenibile al sito:

<https://www.dirittobancario.it/art/regolamento-dlt-il-regime-pilota-ue-sulle-nuove-infrastrutture-di-mercato/>.

AMF, *Discussion paper on initial coin offering (ICOs)*, ottobre 2017, rinvenibile al sito:

[https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/consultations_publiques/AMF%20public%20consultation%20on%20Initial%20Coin%20Offerings%20\(ICOs\).pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/consultations_publiques/AMF%20public%20consultation%20on%20Initial%20Coin%20Offerings%20(ICOs).pdf)

ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, 15 ottobre 2020, rinvenibile al sito:
<https://www.dirittobancario.it/art/verso-una-disciplina-europea-delle-cripto-attivita-riflessioni-margine-recente-proposta-commissione/>.

ANNUNZIATA, *Towards an EU charter for the protection of end users in financial market*, in EBI, *Working paper series*, n. 128, 2022, rinvenibile al sito:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4200502.

ANNUNZIATA, *The Licensing Rules in MiCA*, 2023, rinvenibile al sito:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4346795.

ANNUNZIATA, CHISARI e AMENDOLA, *DLT-based trading and EU capital markets legislation: state of the art and perspectives under the DLT PILOT regime*, in BOCCONI, *Legal studies research paper series*, gennaio 2023, rinvenibile al sito:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4344803.

BAFIN, *Initial coin offerings: High risks for consumers*, 17 novembre 2017, rinvenibile al sito:
https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2017/fa_bj_1711_ICO_en.html#:~:text=Because%20ICOs%20are%20potentially%20vulnerable,that%20are%20involved%20in%20such.

BANCA D'ITALIA, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, Roma, 30 gennaio 2015 rinvenibile al sito:
https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali/AVVERTENZA_VALUTE_VIRTUALI.pdf.

BANCA D'ITALIA, *Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee*, Roma, 19 marzo 2018 rinvenibile al sito:
<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali-2018/avvertenze-valute-virtuali-2018.pdf>.

BANCA D'ITALIA e CONSOB, *Comunicato stampa. Consob e Banca d'Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle cripto-attività*, Roma, 28 aprile 2021 rinvenibile al sito: https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2021-01/CS_Congiunto_BI_CONSOB_cryptoasset.pdf.

BANK OF ENGLAND, *Enable, Empower, Ensure: A New Finance for the New Economy*, discorso tenuto da Mark Carney, governatore della *Bank of England*, 20 giugno 2019, rinvenibile al sito: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2019/enable-empower-ensure-a-new-finance-for-the-new-economy-speech-by-mark-carney>.

BANQUE DE FRANCE, *Libra sous l'œil des banques centrales*, discorso tenuto da Villeroy de Galhau, governatore della *Banque de France*, 25 giugno 2019, rinvenibile al sito: <https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/interview-obs-de-francois-villeroy-de-galhau-25-juin-2019.pdf>.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Prudential treatment of cryptoasset exposures*, dicembre 2022, rinvenibile al sito: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d545.pdf>.

BECCHETTI, *Repubblica Centrafricana, il Bitcoin diventa la moneta ufficiale: il Parlamento approva la legge all'unanimità*, rinvenibile al sito: https://www.repubblica.it/solidarieta/equo-e-solidale/2022/04/29/news/repubblica_centrafricana-347352641/.

BOURVEAU, DE GEORGE, ELLAHIE e MACCIOCCHI, *The Role of Disclosure and Information Intermediaries in an Unregulated Capital Market: Evidence from Initial Coin Offerings*, agosto 2021, rinvenibile al sito: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3193392.

CARRIERE, *Initial Coin Offerings (ICOs): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, 15 gennaio 2020, rinvenibile al sito: <https://www.dirittobancario.it/art/initial-coin-offerings-icos-italia-francia-due-approcci-regolatori-confronto/>.

CASTOR, *A (short) Guide to Blockchain Consensus Protocols*, 4 marzo 2017, rinvenibile al sito:

<https://www.coindesk.com/markets/2017/03/04/a-short-guide-to-blockchain-consensus-protocols/>.

CONSOB, *Comunicazione n. DAL/97006042*, 9 luglio 1997 rinvenibile al sito:

<https://www.consob.it/documents/1912911/1913230/97006042.pdf/4f6fadd6-3125-bf8d-2d79-7735b899af1e>.

CONSOB, *Comunicazione n. DIS/98082979*, 22 ottobre 1998, rinvenibile al sito:

https://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino_normativa/98082979.htm.

CONSOB, *Comunicazione n. DEM/1058048*, 27 luglio 2001 rinvenibile al sito:

<https://www.consob.it/documents/1912911/1913230/c1052803.pdf/6f9263c7-df76-836b-9acf-5e463c387cc9>.

CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Rapporto finale*, 2 gennaio 2020, rinvenibile al sito:

https://www.consob.it/documents/1912911/1938506/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/e83b06b8-6e7a-2dd7-9fe5-f742e9f2621e.

CONSOB, *Comunicazione n. 0385340*, 28 aprile 2020, rinvenibile al sito:

<https://www.consob.it/documents/1912911/1979253/c0385340.pdf/247e8990-af6f-7da7-1752-036b74b27753>.

DB. NON SOLO DIRITTO BANCARIO, *Basilea III, rischi climatici e crypto-asset: il punto del Comitato di Basilea*, 6 aprile 2023, rinvenibile al sito:

<https://www.dirittobancario.it/art/basilea-iii-rischi-climatici-e-crypto-asset-il-punto-del-comitato-di-basilea/>.

D MARTINO, *Regulating stablecoins as private money between liquidity and safety. The case of the EU “Market in crypto asset” (MiCA) Regulation*, in AMSTERDAM LAW

SCHOOL, *Legal Studies Research Paper 27-2022*, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4203885.

EBA, *Opinion on 'virtual currencies'*, 4 luglio 2014, rinvenibile al sito:

<https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/657547/81409b94-4222-45d7-ba3b-7deb5863ab57/EBA-Op-2014-08%20Opinion%20on%20Virtual%20Currencies.pdf?retry=1>.

EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 9 gennaio 2019, rinvenibile al sito:

<https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2545547/67493daa-85a8-4429-aa91-e9a5ed880684/EBA%20Report%20on%20crypto%20assets.pdf>.

ESMA, *Orientamenti relativi a moduli standard per la presentazione di domande di autorizzazione a gestire un'infrastruttura di mercato DLT*, rinvenibile al sito:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA70-460-213_DLTR_GLs_on_application_standard_forms_formats_templates_IT.pdf.

ESMA, *Questions & Answers on Prospectus Regulation*, 3 febbraio 2023, rinvenibile al sito

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1258_prospectus_regulation_qas.pdf.

ESMA, *Developments in AI and blockchain-how do we protect investors and supervise markets effectively?*, 7 febbraio 2023, rinvenibile al sito:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA50-164-7147_Afore_Verena_Ross_speech_20230207.pdf.

EUROPEAN COMMISSION, *Commission staff working document. Impact assessment. Accompanying the document. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets and amending Directive (EU) 2019/1937*, 24 settembre 2020, rinvenibile al sito:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020SC0380>.

EUROPEAN COMMISSION, *Press release. Digital Finance Package: Commission sets out new, ambitious approach to encourage responsible innovation to benefit consumers and business*, 24 settembre 2020, rinvenibile al sito:

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

FCA, *Guidance on Cryptoassets*, gennaio 2019, rinvenibile al sito:

<https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp19-03.pdf>.

FENG, LI, FRANCO WONG e ZHANG, *Initial coin offerings, blockchain technology, and white paper disclosures*, 2019, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3256289.

FERRARINI e GIUDICI, *Digital offerings and mandatory disclosure: a market-based critique of MiCA*, in ECGI, *Law working paper* n. 605/2021, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3914768.

FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)*, 16 febbraio 2018, rinvenibile al sito:

https://www.finma.ch/it/~/_media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?sc_lang=it&hash=8C6FAD033EDB1A4963AC6E2BE2E013BE.

FLORYSIK e SCHANDLBAUER, *Experts or charlatans? ICO analysts and white paper informativeness*, 2022, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3265007.

FSB, *Regulation, Supervision and Oversight of “Global Stablecoin” Arrangements*, 13 ottobre 2023, rinvenibile al sito:

<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P131020-3.pdf>.

GHIELMI, *Le sedi di negoziazione nell'ambito della disciplina MiFID II e MiFIR*, 8 aprile 2015, rinvenibile al sito:

<https://www.dirittobancario.it/art/le-sedi-di-negoziazione-nell-ambito-della-disciplina-mifid-ii-e-mifir/>.

HACKER e THOMALE, *Crypto-securities regulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law*, 2017, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820.

HARWICK, *Cryptocurrency and the Problem of Intermediation*, 31 maggio 2015, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2523771.

HOBZA e VONDRÁČKOVÁ, *Crypto-asset services under the draft MiCA regulation*, in *Prague Law Working Paper Series*, n. 2021/III/4, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3984355.

KLÖHN, PARHOFER e RESAS, *Initial coin offerings (ICOs). Economics and Regulation*, 2018, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3290882.

LAW LIBRARY OF CONGRESS, *Regulation of bitcoin in Selected Jurisdiction*, gennaio 2014, rinvenibile al sito:

<https://tile.loc.gov/storage-services/service/ll/llglrd/2014427360/2014427360.pdf>.

LEMMA, *DLT pilot: verso il mercato degli strumenti finanziari digitali. Note a margine del d.l. 17 marzo 2023, n. 25, e del Regolamento (UE) 2022(858)*, 2 maggio 2023, rinvenibile al sito:

<https://www.dirittobancario.it/art/dlt-pilot-verso-il-mercato-degli-strumenti-finanziari-digitali/>.

LENER e FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della Commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari “crittografati”?*, 9 ottobre 2020, rinvenibile al sito:

<https://www.dirittobancario.it/art/cripto-attivita-prime-riflessioni-sulla-proposta-della-commissione-europea-nasce-una-nuova-disciplina/>.

LOPS, *Bitcoin moneta di El Salvador: perché il 7 settembre passerà alla storia (forse)*, in *Il Sole 24 ore*, 7 settembre 2021, rinvenibile al sito:

<https://www.ilsole24ore.com/art/bitcoin-moneta-el-salvador-perche-7-settembre-passera-storia-forse-AEUH3Gh>.

MALVAGNA, *Digital securities: prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot*, 20 marzo 2023, rinvenibile al sito:

<https://www.dirittobancario.it/art/digital-securities-prime-note-sul-decreto-di-attuazione-del-dlt-pilot/>.

PETERS e PANAY, *Understanding Modern Banking Ledgers through Blockchain Technologies: Future of Transaction Processing and Smart Contracts on the Internet of Money*, 2015, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2692487.

PRIEM, *A European DLT pilot regime for market infrastructures: Finding a balance between innovation, investor protection, and financial stability*, 2021, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3919484.

SATOSHI NAKAMOTO, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, rinvenibile al sito <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

SOLDAVINI, *Criptovalute, stretta finale della Cina: messe al bando tutte le transazioni*, 24 settembre 2021, rinvenibile al sito:

<https://www.ilsole24ore.com/art/criptovalute-stretta-finale-cina-messe-bando-tutte-transazioni-AEDkaEl>.

VARANI, *Trattamento prudenziale delle esposizioni in crypto asset. Secondo documento in consultazione del Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria*, 9 settembre 2022, rinvenibile al sito:

<https://www.dirittobancario.it/art/trattamento-prudenziale-delle-esposizioni-in-crypto-asset/>.

WALCH, *In Code(Rs) We Trust: Software Developers as fiduciaries, in public blockchains*, 2018, rinvenibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3203198.

ZETZSCHE, ROSS, BUCKLEY, ARNER e FÖHR, *The ICO Gold Rush: It's a scam, It's a bubble, It's a super challenge for regulators*, in EBI, *Working Paper Series*, 2018, n. 18, rinvenibile al sito: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3072298.

ZETZSCHE, ANNUNZIATA, ARNER e BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*, in EBI, *Law Working Paper Series*, 2020, rinvenibile al sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3725395.

Giurisprudenza europea:

Corte UE, 22 ottobre 2015, *Skatteverket vs Hedqvist*, C-264/14.

Giurisprudenza di legittimità:

Sezioni Unite:

Cass., sez. un., 22 dicembre 2015, n. 25767.

Sezioni semplici:

Cass., 17 maggio 1983, n. 3414.

Cass., 14 luglio 2006, n. 16123.

Cass., 12 marzo 2010, n. 6048, in *De Jure*.

Cass., 11 giugno 2010, n. 14056 in *Riv. dir. soc.*, 2014, II, p. 212 ss.

Cass., 25 novembre 2013, n. 26353, in *De Jure*.

Cass., 17 febbraio 2014, n. 3612.

Cass., 14 luglio 2015, n. 14642.

Cass., 12 luglio 2016, n. 14188, in *Giur. It.*, 2016, p. 2568.

Cass., 14 giugno 2018, n. 15707.

Cass., 10 novembre 2021, n. 4437, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, II, p. 1ss.

Giurisprudenza di merito

Trib. Verona 9 marzo 2010, in *Giur. merito*, 2010, p. 1857.

Trib. Verona 24 gennaio 2017, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, p. 467 ss.

Trib. Brescia, 18 luglio 2018, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, p. 736 ss.

App. Brescia, 30 ottobre 2018, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, p. 746 ss.

Trib. Firenze, sez. fall., 21 gennaio 2019 in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, II, p. 385 ss.

Lodi Arbitrali:

Arbitro unico Marcianise, 14 aprile 2018, in *Giustiziacivile.com*, rinvenibile al sito:

https://giustiziacivile.com/system/files/allegati/arbitro_unico_marcianise_-_14_aprile_2018_lodo_arbitrale.pdf.

Note a sentenze:

DE RITIS, *Obbligazioni pecuniarie in criptomonete*, nota ad Arbitro unico Marcianise, 14 aprile 2018 in *Giustiziacivile.com*, rinvenibile al sito:

<https://giustiziacivile.com/soggetti-e-nuove-tecnologie/note/obbligazioni-pecuniarie-criptomoneta>.

Normativa Italiana

D. LGS 1° settembre 1993, n. 385 (TUB).

D. LGS 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF).

D. LGS. 231/2007.

D. LGS. 27 gennaio 2010, n. 11.

D. L. 17 marzo 2023, n. 25.

Normativa europea:

Direttive:

Dir. 2006/112/CE.

Dir. 2009/110/CE (EMD2).

Dir. 2013/36/UE (CRD IV).

Dir. 2014/65/UE (MiFID II).

Dir. UE 2015/2366 (PSD2).

Dir. UE 2018/843.

Regolamenti:

Reg. UE 575/2013 (CRR).

Reg. UE 2022/1925.

Reg. UE 2022/858 (DLT PILOT).

Reg. UE 2022/2554 (DORA).

Reg. UE 2023/1114 (MiCA).