



SENATO DELLA REPUBBLICA

6^a Commissione permanente (Finanze e Tesoro)

Atto del Governo n. 172

Adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2023/1114, relativo ai mercati delle cripto-attività

Audizione della CONSOB

Dott. Mauro Bellofiore

Responsabile Ufficio Regolamentazione, Divisione Strategie Regolamentari

Roma, 24 luglio 2024



Signor Presidente, Onorevoli Senatori,

ringraziando per l'invito, procederò ad illustrare alcune considerazioni generali sul provvedimento sottoposto all'esame del Senato soffermandomi sui profili che interessano maggiormente le competenze della Consob.

Premessa

Il regolamento (UE) 2023/1114 relativo ai mercati delle cripto-attività (di seguito anche “**MiCAR**” o “**Regolamento**”), entrato in vigore il 29 giugno 2023, definisce il nuovo quadro normativo europeo sulle cripto-attività, per tali intendendosi la 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*”¹ e che sia diverso dagli strumenti finanziari o dagli altri prodotti di natura finanziaria già regolamentati nell'Unione².

L'intervento del legislatore europeo si pone l'obiettivo di promuovere l'innovazione e al contempo la stabilità finanziaria, la tutela degli investitori e l'integrità dei mercati delle cripto-attività. Il MiCAR introduce infatti una disciplina organica che, tra le prime nel contesto globale, mira a regolamentare le varie tipologie di cripto-attività presenti sul mercato e i servizi che hanno a oggetto tali *asset*, dando vita ad un mercato integrato a livello europeo attraverso il regime del passaporto.

Il MiCAR va inquadrato nell'ambito di un più ampio pacchetto di misure che compongono la strategia sulla finanza digitale, delineata dalla Commissione europea nel 2020 per capitalizzare le opportunità e al contempo gestire i rischi che promanano dall'applicazione alle transazioni finanziarie delle più recenti innovazioni tecnologiche³. Tra queste si annoverano il Regolamento DLT Pilot⁴, già attuato nell'ordinamento interno con il decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25 (c.d. Decreto Fintech), che permette alle infrastrutture di mercato di sperimentare l'impiego della tecnologia a registro distribuito nella negoziazione (*trading*) e nel regolamento (*settlement*) degli strumenti finanziari emessi in forma di token, nonché il regolamento DORA sulla *cybersecurity*⁵, con l'obiettivo di innalzare gli standard di sicurezza cibernetica del mercato finanziario in tutta l'Unione.

¹ Cfr. articolo 3, paragrafo 1, punto 5), del MiCAR

² Nello specifico il MiCAR non si applica alle cripto-attività già oggetto di regolamentazione eurounitaria in quanto qualificabili come: (i) strumenti finanziari ai sensi della direttiva 2014/65/UE, (ii) depositi ai sensi della direttiva 2014/49/UE, compresi i depositi strutturati ai sensi della direttiva 2014/65/UE, (iii) fondi ai sensi della direttiva (UE) 2015/2366, (iv) posizioni inerenti cartolarizzazioni ai sensi del regolamento (UE) 2017/2402 e (v) prodotti assicurativi non vita o vita, prodotti pensionistici o regimi di sicurezza sociale.

³ Cfr. COM(2020) 591.

⁴ Regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE.

⁵ Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011.

Il MiCAR disciplina l'emissione, negoziazione e prestazione di servizi su tre tipologie di cripto-attività: i) i *token* collegati ad attività (*asset-referenced token* – “ART”), che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o un diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali; ii) i *token* di moneta elettronica (*e-money token* – “EMT”), che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una singola valuta ufficiale; e iii) le cripto-attività c.d. “*other than*” distinte dalle precedenti in quanto non collegate ad alcuna attività e che ricomprendono anche gli “*utility token*”, ossia le cripto-attività destinate unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente.

Dal 30 giugno 2024 sono applicabili i Titoli III e IV di MiCAR, che regolano l'offerta al pubblico e l'ammissione alla negoziazione di ART ed EMT.

Ai sensi del MiCAR:

- l'emissione, l'offerta al pubblico e la richiesta di ammissione alla negoziazione di ART è riservata ai soggetti specializzati, sottoposti ad un regime di autorizzazione e vigilanza, nonché alle banche, sottoposte ad obblighi di notifica all'autorità nazionale competente e di autorizzazione per la pubblicazione del *white paper*;
- l'emissione, l'offerta al pubblico e la richiesta di ammissione alla negoziazione di EMT è riservata alle banche e agli istituti di moneta elettronica (“IMEL”), con obblighi di notifica all'autorità nazionale competente.

Dal 30 dicembre 2024 il MiCAR sarà applicabile anche in relazione ai seguenti ambiti:

- offerta al pubblico e ammissione alla negoziazione delle cripto-attività *other than*, sottoposte ad obblighi di notifica dei *white paper* all'autorità nazionale competente (Titolo II);
- prestazione di servizi per le cripto-attività da parte di soggetti specificatamente autorizzati ai sensi del Regolamento (*crypto-asset service providers* – “CASP”) o di intermediari finanziari vigilati che abbiano notificato l'avvio della prestazione di servizi per le cripto-attività (Titolo V);
- abusi di mercato in merito alle cripto-attività (Titolo VI).

Sono in corso di elaborazione da parte dell'ESMA e dell'EBA gli standard tecnici di regolamentazione e di attuazione per dettagliare l'applicazione del MiCAR, nonché linee guida e indicazioni per favorire l'applicazione uniforme del medesimo regolamento nell'Unione⁶.

⁶Cfr. <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/markets-crypto-assets-regulation-mica> e <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/asset-referenced-and-e-money-tokens-MiCAR>.



I contenuti dello schema di decreto legislativo

Il decreto legislativo in esame dà attuazione alle disposizioni non direttamente applicabili contenute in MiCAR e garantisce l'adeguamento della normativa nazionale vigente al citato regolamento secondo i principi direttivi stabiliti dall'articolo 19 della legge di delegazione europea 2022-2023 (di seguito, "Legge di delegazione europea 2022-2023").

Designazione delle autorità competenti

In primo luogo, lo schema di decreto delegato in esame designa la Consob e la Banca d'Italia quali autorità competenti ai sensi dell'articolo 93 MiCAR, secondo un riparto di competenze per finalità e funzioni analogo a quello previsto nella disciplina di settore e in particolare nel TUF, secondo cui la Banca d'Italia vigila sul contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione, mentre la Consob sulla trasparenza, la correttezza dei comportamenti, l'integrità dei mercati e la tutela degli investitori.

Nel dettaglio è attribuita all'esclusiva competenza della Consob⁷ la vigilanza sul titolo II di MiCAR, relativo all'offerta e ammissione alla negoziazione di cripto-attività non collegate ad *asset*, in quanto tale disciplina consiste essenzialmente in:

- a) regole di trasparenza a carico degli offerenti e delle persone che richiedono l'ammissione alla negoziazione (notifica e pubblicazione del *white paper*, regole sulle comunicazioni di *marketing*);
- b) l'attribuzione agli investitori di un diritto di recesso per un periodo di 14 giorni dall'acquisizione;
- c) regole di condotta e regole per la prevenzione e gestione dei conflitti di interesse gravanti sugli offerenti e le persone che richiedono l'ammissione alla negoziazione.

Per quanto riguarda gli *asset-referenced token*, questi costituiscono una categoria di prodotti non pienamente inquadrabile in istituti già conosciuti dall'ordinamento. Tale tipologia di cripto-attività può svolgere diverse funzioni a seconda del suo utilizzo in concreto (che può anche variare nel tempo). Date le peculiarità che la differenziano significativamente sia dalle cripto-attività "*other than*", sia dagli *e-money token*, il legislatore euro-unitario ne ha fatto oggetto di una disciplina a sé stante, contenuta nel Titolo III di MiCAR.

Gli ART si distinguono tanto dalle cripto-attività "*other than*" di cui al Titolo II di MiCAR, quanto dagli EMT, sulla base delle seguenti considerazioni.

1. Rispetto alla prima categoria, gli ART si differenziano per il (tendenziale) obiettivo di stabilizzare il proprio valore facendo riferimento a un altro valore o diritto, o a una combinazione degli stessi, comprese una o più valute ufficiali (si noti che il valore non può essere ancorato unicamente a quello di una singola valuta ufficiale, infatti, in tali casi si rientrerebbe nella categoria degli EMT, v. *infra*). Ciò comporta la necessaria presenza di una riserva che è volta a tutelare il diritto al rimborso attribuito *ex lege* al detentore dell'ART.

⁷ Resta di competenza della Banca d'Italia il potere di intervento sui prodotti ex art. 105, di MiCAR per quanto riguarda la stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario.

2. Rispetto alla categoria degli EMT, gli ART si differenziano, in primo luogo, in ragione dell'asset a cui è ancorata la cripto-attività. Per gli EMT la stabilizzazione del valore avviene con riferimento a una singola valuta ufficiale, mentre per gli ART la stabilizzazione avviene con riferimento a un singolo asset diverso dalla valuta ufficiale o a un paniere di asset. La "stabilità del valore" degli ART e degli EMT è perseguita, inoltre, secondo meccanismi assai differenti. Solo per gli EMT i possessori di *token* vantano verso l'emittente un diritto di rimborso in valuta ufficiale in rapporto di 1 a 1⁸; ciò rende l'EMT un surrogato elettronico per monete e banconote e favorisce un suo utilizzo per effettuare pagamenti (*cf.* considerando 18). Per gli ART, invece, il diritto di rimborso attribuito ai detentori avviene al valore di mercato (e non nominale) delle attività.

Le caratteristiche strutturali dell'ART fanno sì che il suo utilizzo possa essere vario e mutare anche in ragione della stabilità del valore di mercato degli asset sottostanti. Infatti, la detenzione di ART potrebbe consentire al detentore di lucrare sull'apprezzamento del valore dell'asset sottostante, o potrebbe consentire di coprire rischi, ovvero potrebbe essere uno strumento di riserva di valore⁹ o anche uno strumento di scambio, entro i limiti consentiti dal regolamento, ma non un mezzo di pagamento¹⁰, tanto che il MiCAR introduce, limiti specifici, operanti sia *ex ante* sia nel corso della vita dell'ART, per limitare la possibilità che gli stessi svolgano una funzione assimilabile alle valute ufficiali e per evitare rischi per il regolare funzionamento dei sistemi dei pagamenti, la trasmissione della politica monetaria e la sovranità monetaria¹¹.

Coerentemente con la natura ibrida di tali strumenti in sede di trasposizione nazionale del regolamento sia Consob che Banca d'Italia sono state coinvolte nella supervisione della disciplina in materia di ART, tanto in sede di accesso al mercato, quanto per la vigilanza nel continuo.

In particolare, alla Consob, in linea con la propria *mission*, sono state assegnate le competenze riguardanti la completezza, comprensibilità e coerenza del *white paper*, l'esame del parere giuridico che esclude la classificazione del *token* quale strumento finanziario, le comunicazioni di *marketing*, la trasparenza, la disciplina sui conflitti di interesse e le regole di condotta, i profili che attengono all'integrità del mercato;

⁸ Gli EMT sono emessi al valore nominale e dietro ricevimento di fondi, *cf.* art. 49(3) MiCAR.

⁹ Al fine di limitare la possibilità di tale utilizzo il MiCAR prevede all'art. 40 il divieto per gli emittenti e i fornitori di servizi di concedere ai detentori interessi ovvero qualunque forma di remunerazione o altro beneficio collegato alla durata del periodo di detenzione degli ART. Tale divieto, tuttavia, non consente di escludere che un ART sia utilizzato quale riserva di valore, quanto piuttosto che si affermi quale surrogato di prodotti finanziari o di depositi remunerati. È noto, infatti, che vi siano asset utilizzati quali riserva di valore che non generano interessi, su tutti talune tipologie di metalli preziosi a cui peraltro gli ART potrebbero essere collegati.

¹⁰ Al riguardo è significativo che il MiCAR, contrariamente alla originaria proposta della Commissione europea non faccia mai riferimento agli ART come mezzo di pagamento, ma al suo possibile utilizzo come mezzo di scambio, come peraltro può avvenire per una pluralità di asset, ove vi sia accordo tra debitore e creditore.

¹¹ La BCE ha il potere di impedire *ex ante* l'emissione di ART, ovvero di limitarne e far cessare l'emissione, ove ricorrano tali rischi.



Per gli *e-money token* è invece direttamente il MiCAR ad assegnare le competenze di vigilanza alla Banca d'Italia quale autorità nazionale designata ai sensi della direttiva 2009/110/CE.

In relazione ai prestatori di servizi per le cripto-attività, MiCAR introduce regole che in larga parte ricalcano quelle sui servizi di investimento di cui alla direttiva 2014/65/UE (MiFID II). In ragione di ciò, nello schema di decreto è stata prevista la compresenza di competenze di vigilanza della Consob e della Banca d'Italia.

Per la fase di accesso al mercato dei CASP specializzati, le competenze sono incardinate in capo alla Consob la quale assume i provvedimenti autorizzativi con il parere della Banca d'Italia. Per l'accesso dei soggetti già autorizzati si prevede la notifica all'Autorità che ha rilasciato l'autorizzazione. Per la vigilanza nel continuo il riparto di competenze segue una ripartizione per funzioni, analogamente a quanto disposto nel TUF.

Rimane ferma, infine, la competenza della Consob sui presidi previsti dal MiCAR che sono volti a contrastare gli abusi di mercato relativi a cripto-attività scambiate su piattaforme di negoziazione (corretta divulgazione delle informazioni privilegiate, divieto di *insider trading*, divieto di comunicazione illecita di informazioni privilegiate e divieto di manipolazione del mercato).

Si tratta di presidi mutuati dalla disciplina applicabile agli strumenti finanziari, con riferimento ai quali la Consob svolge la vigilanza in contrasto dei fenomeni di *market abuse*.

Altre previsioni contenute nello schema di decreto legislativo

Oltre al tema dell'individuazione delle Autorità nazionali competenti lo schema di decreto contiene una serie di ulteriori disposizioni volte a consentire il pieno dispiegamento a livello nazionale delle disposizioni del MiCAR. In estrema sintesi lo schema di decreto:

- dota le predette Autorità nazionali dei poteri di vigilanza e sanzionatori¹² necessari per lo svolgimento delle loro funzioni, in linea con il MiCAR, con i criteri di delega contenuti nella legge di delegazione europea 2022-2023 e con la normativa di settore;
- disciplina le forme di cooperazione nazionale e con le autorità competenti degli altri Stati membri, individuando la Consob e la Banca d'Italia quali punti di contatto rispettivamente con l'ESMA e con l'EBA;
- introduce le norme di diritto interno per l'adeguamento dell'ordinamento italiano al MiCAR in coerenza con quanto previsto per altri intermediari finanziari, quali la liquidazione volontaria e la crisi degli emittenti di ART e prestatori di servizi su cripto-attività, la separazione patrimoniale, le disposizioni relative alla revisione legale dei conti e ai principi

¹² Le sanzioni amministrative sono applicate dalla Banca d'Italia e dalla Consob, secondo le rispettive competenze stabilite dallo schema di decreto MiCAR e secondo le rispettive procedure sanzionatorie di cui al TUB e al TUF.

contabili¹³, nonché le norme di coordinamento con la disciplina dei prodotti finanziari contenuta nel TUF, volte ad evitare che sul fenomeno insistano due plessi normativi diversi¹⁴.

Per quanto riguarda il regime transitorio, lo schema di decreto, anche alla luce delle risposte pervenute in sede di consultazione pubblica ed in linea con le raccomandazioni pervenute dall'ESMA¹⁵, ha esercitato la facoltà attribuita agli Stati membri dall'art. 143, paragrafo 3 del Regolamento di prevedere un termine più breve rispetto al 1° luglio 2026 entro cui gli operatori che prestano servizi sulle cripto-attività, devono cessare la propria operatività sul territorio nazionale in assenza di un'autorizzazione rilasciata ai sensi del MiCAR.

A tal fine è stato previsto che gli operatori in valuta virtuale (VASP) iscritti presso il registro dell'OAM potranno continuare ad operare sino al 30 giugno 2025, con estensione dell'operatività di ulteriori 6 mesi (e quindi sino al 30 dicembre 2025) nel caso abbiano presentato istanza di autorizzazione ai sensi di MiCAR entro il 30 giugno 2025.

Al riguardo, si ritiene che l'attuale testo del decreto contempererà adeguatamente l'esigenza di addivenire alla rapida applicazione delle tutele previste dal MiCAR con quella di favorire un ordinato processo di rilascio delle autorizzazioni o di migrazione dei contratti in essere, evitando una disordinata chiusura dei rapporti con la clientela.

Attività propedeutiche alla prima applicazione della nuova disciplina

Nel novembre 2023 la Consob e la Banca d'Italia hanno svolto, in collaborazione con l'OAM, un'indagine conoscitiva volta a verificare l'interesse a presentare richiesta di autorizzazione in Italia per l'offerta dei servizi previsti dal MiCAR. Gli esiti dell'indagine sono riportati sinteticamente nel

¹³ In particolare, come nel caso di altri intermediari finanziari, gli emittenti di ART e i CASP sono inclusi tra gli enti sottoposti a regime intermedio (ESRI) soggetti a revisione contabile obbligatoria. Le società di revisione legale e i revisori legali con incarichi sui bilanci degli enti sottoposti a regime intermedio (ESRI) sono sottoposti alla vigilanza della Consob. Sempre in coerenza con quanto disposto per altri intermediari finanziari, gli emittenti di ART e i CASP applicano i principi contabili internazionali.

¹⁴ È previsto che la disciplina del TUF avente ad oggetto i prodotti finanziari non si applica alle cripto-attività rientranti nell'ambito di applicazione del MiCAR. L'obiettivo della norma di coordinamento è evitare che su un medesimo fenomeno insistano due plessi normativi diversi e che si ingenerino incongruenze o forme di *goldplating* rispetto alla normativa UE direttamente applicabile. Sono previste, inoltre, restrizioni all'emissione di ART impiegati come mezzo di scambio in un'area monetaria unica.

¹⁵ Cfr. la lettera dell'ESMA all'ECOFIN su "*Effective application of the MiCA Regulation*" del 17 ottobre 2023 che ha incoraggiato una durata massima del medesimo non superiore ai 12 mesi nei paesi privi di una disciplina nazionale analoga al MiCAR. In linea con le Q&A recentemente pubblicate dalla Commissione europea in questa materia, lo schema di decreto non prevede, per contro, l'esercizio dell'opzione di cui all'articolo 143, paragrafo 6, alla luce della circostanza che il regime attualmente applicabile in Italia per la registrazione come prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale e prestatori di servizi di portafoglio digitale non è equiparabile al regime autorizzatorio previsto da MiCAR. Si veda inoltre lo "*Statement - ESMA clarifies timeline for MiCA and encourages market participants and NCAs to start preparing for the transition*" del 17 ottobre 2023 in cui l'Autorità ha raccomandato di adottare la massima trasparenza nei rapporti con la clientela nel corso della transizione MiCAR.



paragrafo 4.1 della relazione sull'analisi di impatto della regolamentazione che accompagna lo schema di decreto delegato, al quale si rinvia.

Preme in questa sede sottolineare che diversi soggetti hanno manifestato interesse all'emissione di cripto-attività regolate da MiCAR, così come ad ottenere l'autorizzazione quali prestatori di servizi su tali cripto-attività. Appare pertanto auspicabile che l'*iter* legislativo di adozione dell'Atto in esame si concluda quanto prima per consentire agli operatori nazionali di avviare le relative procedure autorizzative e beneficiare del passaporto europeo, evitando svantaggi competitivi.

A tal proposito, secondo quanto previsto dall'art. 9 dello schema di decreto delegato, Consob e Banca d'Italia sono già al lavoro per definire le opportune forme di coordinamento operativo e informativo tramite appositi protocolli d'intesa dando priorità alla collaborazione in sede di autorizzazione degli emittenti di ART e approvazione dei *white paper* relativi agli ART emessi dalle banche, considerato che la relativa disciplina euro-unitaria è applicabile già dal 30 giugno 2024.

La Consob è, infine, in procinto di pubblicare una comunicazione rivolta agli operatori sia per richiamare l'attenzione sull'esigenza di adeguarsi prontamente al MiCAR e alle connesse iniziative di convergenza intraprese dalle autorità europee, sia per avviare, in coordinamento con la Banca d'Italia, le interlocuzioni propedeutiche alle istanze di accesso al mercato.

Considerazioni conclusive

La CONSOB esprime favore per i contenuti dell'intervento legislativo in parola che, nel rispetto dei criteri direttivi contenuti nella Legge di delegazione europea 2022-2023, consentirà all'ordinamento nazionale di attuare un tassello fondamentale della disciplina euro-unitaria sulla finanza digitale, a supporto di una innovazione responsabile.

Lo schema di decreto legislativo delinea un equilibrato riparto di competenze tra la Consob e la Banca d'Italia, e assegna alle autorità un ampio e adeguato ventaglio di poteri, in linea con il MiCAR e le altre normative del settore finanziario.

Nelle materie lasciate alla discrezionalità nazionale il decreto è fedele al principio "*stessa attività, stesso rischio, stesse norme*", già enunciato dalla Commissione europea nella propria strategia sulla finanza digitale e riconosciuto nelle principali sedi di cooperazione internazionale tra autorità del settore finanziario, quali il *Financial Stability Board* e la IOSCO. Le misure transitorie hanno durata ragionevolmente contenuta e mirano a favorire un pronto adeguamento al nuovo regime da parte degli operatori, nonché piena trasparenza a tutela degli investitori.