

APPROFONDIMENTI

L'ouverture della MiCAR in Italia: tra antiche incertezze classificatorie e nuovi poteri di vigilanza

Settembre 2024

Giorgio Gasparri, Consigliere giuridico del Commissario, Consob



Giorgio Gasparri, Consigliere giuridico del Commissario, Consob*

> **Giorgio Gasparri**

Giorgio Gasparri è consigliere giuridico di un Membro della Commissione CONSOB, dopo aver lavorato per 12 anni presso l'Ufficio Studi Giuridici della CONSOB e, precedentemente, nell'ambito delle Relazioni esterne dell'Autorità, dal 2015 al 2021 è stato Professore a contratto di Diritto dei Mercati finanziari presso l'Università degli Studi di Napoli "Federico II".

** La presenti riflessioni costituiscono l'anticipazione del contributo che apparirà nel volume collettaneo intitolato "Lezioni di diritto societario e finanziario delle nuove tecnologie", a cura di B. DE DONNO e F. RAFFAELE, Roma, in corso di pubblicazione. Le idee e le opinioni espresse sono da attribuire unicamente all'autore e non coinvolgono l'istituzione di appartenenza (CONSOB).*

1. Considerazioni introduttive

Nel contesto dell'attuale conformazione dei mercati finanziari, i *crypto-assets* rappresentano una delle principali applicazioni delle *Distributed Ledger Technologies (DLTs)* e sono, quindi, divenuti sempre più rilevanti.

Data la scarsa chiarezza del loro *status* normativo e i recenti sviluppi del mercato dei *digital assets* in generale – si pensi all'ingente aumento della capitalizzazione di mercato di talune criptovalute e alle implicazioni negative per i consumatori e gli altri investitori dei dissesti delle note piattaforme di scambio "Celsius Network LLC", "Voyager Digital" e "FTX Trading Ltd." – la Commissione europea ha percepito la necessità di disporre di un quadro legislativo europeo sui *crypto-assets* che garantisca all'Europa di trarre vantaggio dalle loro opportunità e affrontare adeguatamente i nuovi rischi imposti dai progressi del settore.

Considerata la natura internazionale e decentralizzata del mercato dei *crypto-assets*, era, inoltre, apparso fondamentale che il legislatore europeo adottasse un regolamento europeo, strumento capace di garantire la massima armonizzazione, creando direttamente facoltà e obblighi in capo ai singoli e vincolando gli Stati membri in tutti i loro elementi, e non solo nell'obiettivo da raggiungere, come è, invece, per le direttive. Il *framework* normativo europeo costruito intorno al *Digital Finance Package* del 24 settembre 2020 è stato, pertanto, arricchito dal Regolamento UE n. 2023/1114 sull'ecosistema *crypto* (*Regulation on markets in crypto-assets - MiCAR*).

A differenza della V Direttiva antiriciclaggio n. 2018/843 (*Anti-money laundering Directive 5 - AMLD 5*), che fa ricadere alcuni *crypto-assets* sotto il comune concetto di "valute virtuali", la *MiCAR* presenta un approccio pienamente armonizzato: mentre la soluzione prescelta dalla *AMLD 5* ha portato a una frammentazione a livello nazionale della regolazione delle transazioni relative alle "valute virtuali", la *MiCAR* mira, infatti, ad assicurare una regolazione uniforme dei *crypto-assets* estranei all'ambito di applicazione della legislazione finanziaria esistente nell'UE.

La *MiCAR* rappresenta, pertanto, un nuovo capitolo del modo in cui il *Single Rulebook* europeo punta a fornire certezza ai traffici giuridici ed economici derivanti dalle operazioni aventi a oggetto i *crypto-assets*, grazie alla definizione di concetti e regole uniformi applicabili agli emittenti di taluni speci-

> **vedi l'articolo online**

fici *crypto-assets* (*crypto-asset issuers - CAIs*) e ai fornitori di servizi di tali *crypto-assets* (*crypto-asset service providers - CASPs*). Il Regolamento, infatti, disciplina, per un verso, gli aspetti di trasparenza relativi all'emissione e all'offerta al pubblico di *crypto-assets* che non siano classificati come prodotti o servizi, ai sensi e per gli effetti della legislazione finanziaria europea vigente (come, ad es., gli strumenti finanziari ai sensi della *MiFID 2*: art. 2, § 4, lett. a, *MiCAR*); per altro verso, regola la fornitura di servizi di *crypto-assets* da parte di soggetti professionali, comprese le imprese finanziarie "tradizionali", nella prospettiva di salvaguardare la parità di condizioni tra i *CASPs* stabiliti nei diversi Stati membri dell'UE e gli interessi dei relativi clienti.

Gli obiettivi generali avuti di mira da tale atto normativo sono molteplici: il primo è quello di fornire chiarezza e certezza giuridica per promuovere lo sviluppo sicuro dei *crypto-assets* e la diffusione dell'impiego delle *DLTs*; in secondo luogo, sostenere l'innovazione e la concorrenza, creando un quadro favorevole all'emissione e alla fornitura di servizi legati ai *crypto-assets*; il terzo obiettivo è quello di garantire un elevato livello di protezione degli utenti e l'integrità del mercato; l'ultimo obiettivo consiste nell'affrontare adeguatamente i potenziali rischi per la stabilità finanziaria e la politica monetaria che potrebbero derivare da una maggiore diffusione dei *crypto-assets* e dalle interconnessioni tra essi e il sistema finanziario.

In termini di contenuto, la *MiCAR* intende creare una cornice normativa armonizzata per le offerte al pubblico, l'ammissione alla negoziazione su piattaforme di *trading*, le transazioni e i servizi relativi alle tipologie di *crypto-assets* (fungibili e trasferibili) da essa specificamente regolati, il tutto senza incidere in alcun modo sull'infrastruttura tecnologica alla base dei mercati di *crypto-assets* e con una particolare attenzione ai rischi finanziari, all'integrità dei mercati e, in futuro, alla stessa stabilità finanziaria unionale.

La *MiCAR* avrà, quindi, un forte impatto sulla "criptosfera" europea: il fatto che lo strumento legislativo prescelto sia un regolamento europeo è chiaramente funzionale a impedire l'introduzione da parte dei singoli Stati membri di norme in contrasto con quelle, più rigorose, poste a livello unionale, escludendo, per l'effetto, ogni possibile profilo di "gold-plating", potenzialmente in grado di ostacolare l'ulteriore sviluppo del settore *crypto*. Una scelta simile consentirà probabilmente all'UE di esercitare un'influenza profonda, ancorché diretta, persino oltre confine, in forza del fenomeno oramai noto come "Brussels

effect", che vuole che l'UE riesca a plasmare indirettamente il contesto normativo internazionale senza bisogno di ricorrere a imposizioni, ma semplicemente per via del fatto che quanti vorranno entrare nel mercato dell'UE dovranno adattarsi alle nuove regole.

2. Ambito applicativo oggettivo della *MiCAR* e problemi di collocazione tassonomica dei prodotti finanziari "atipici".

Con l'aumento delle offerte e delle attività di *trading* di *digital assets* - ora regolati quali *crypto-assets* ai sensi della *MiCAR* ovvero ricadenti nei tradizionali regimi finanziari dell'UE - crescono anche gli interrogativi sulle condizioni in base alle quali un *asset* digitale sarà trattato, ai fini della *MiCAR*, come un *crypto-asset* ovvero come uno "strumento finanziario" alla stregua della tradizionale legislazione dell'UE in materia di servizi finanziari (con particolare riferimento ai plessi normativi *MiFIR-MiFID 2*, *IFR-IFD*, *AI-FMD*, *UCITS*, nonché *EMIR*, *SFTR* e Regolamento Prospetto).

In effetti, dopo la piena entrata in vigore della *MiCAR*, quindi essenzialmente a partire dal 2025 (le sole previsioni di cui ai Titoli III e IV della *MiCAR*, relative all'offerta al pubblico e all'ammissione alla negoziazione di *ARTs* ed *EMTs*, sono, infatti, applicabili sin dal 30 giugno scorso), vi saranno tre categorie di *crypto-assets*:

- I. quelli classificati come strumenti finanziari, ai sensi della *MiFID 2*;
- II. i *crypto-assets* regolati dalla *MiCAR*;
- III. i *crypto-assets* che, non rientrando tipologicamente nello *scope* della normativa finanziaria tradizionale né della *MiCAR*, ricadranno, eventualmente, nell'alveo normativo della moneta elettronica (*EMD 2*) e dei servizi di pagamento (*PSD 2*) ovvero nell'ambito della tutela consumeristica esistente.

In sostanza, mentre la definizione usuale di *crypto-assets* copre tutte le suelencate categorie, l'alveo della *MiCAR* ne esclude due (ossia quelle *sub I* e *III*): sarà, dunque, fondamentale per i *CAIs* e per i *CASPs* qualificare correttamente i *crypto-assets*. A tal fine, accademici e professionisti utilizzano comunemente un approccio che, facendo leva sul criterio della funzione economica, li suddivide in *utility*

tokens, payment tokens e security tokens. La *MiCAR*, tuttavia, si allinea solo parzialmente a una simile categorizzazione, a causa della diversità del *design* e dei diritti associati ai *crypto-assets* da essa regolati.

Innanzitutto, la *MiCAR* (art. 3, § 1, n. 5) definisce un *crypto-asset* come 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 analoga.

Tale vasto insieme è, poi, suddiviso in tre sottocategorie (*considerando* n. 18).

In primo luogo, gli *Asset-referenced tokens - ARTs*: si tratta di *crypto-assets* fungibili, seriali, negoziabili e redimibili, che non sono *token* di moneta elettronica (*Electronic money tokens - EMTs*) 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. Gli emittenti di *ARTs* garantiscono ai possessori un diritto al riscatto al NAV e, all'uopo, costituiscono e mantengono una riserva di attività (separata dal patrimonio dell'emittente e dalla riserva di attività di altri *token*) a garanzia dei possessori stessi (artt. 39 ss.).

In secondo luogo, gli *EMTs*: sono un tipo di *crypto-asset* che mira a mantenere un valore stabile, facendo riferimento al valore di una sola valuta ufficiale, nel rispetto di specifiche norme che salvaguardano il controvalore dei fondi versati, al fine di offrire in ogni momento ai detentori la garanzia del rimborso al valore facciale.

Lo scopo degli *ARTs* e degli *EMTs* è, dunque, analogo: si tratta di *stablecoins* (ad es., Tether e USD Coin) dirette a mantenere stabile il più possibile il loro valore. Tuttavia, mentre gli *EMTs* si riferiscono al valore di un'unica valuta ufficiale e sono, quindi, considerati *e-money* ai sensi della Direttiva 2009/110/CE (*e-Money Directive - EMD 2*) – in quanto fungono normalmente da mezzi di pagamento, rimborsabili su richiesta al valore *nominale* della singola valuta ufficiale a cui si riferiscono (*considerando* n. 18 e artt. 48, § 2, e 49) – gli *ARTs* costituiscono mezzi di pagamento o di scambio maggiormente problematici, potendo riferirsi al valore di diverse valute ufficiali, ad altri valori, attivi o diritti, o a combinazioni di questi, ed essendo caratterizzate dalla presenza di meccanismi di stabilizzazione del valore basati su riserve effettive di attivi finanziari liquidi, che danno ai detentori il diritto di chiedere in qualsiasi momento il rimborso al valore *di mercato* degli attivi a cui si riferiscono i *token*. Ciò rende gli *ARTs* un *asset-linked*

stablecoin, quindi strutturalmente più flessibile, ma esposta agli elevati rischi connessi con le possibili oscillazioni di valore degli attivi di riferimento, la cui liquidabilità è oggetto di presidi e restrizioni, e con l'assenza di una garanzia di rimborso al valore nominale.

Da ultimo, vi sono i *crypto-assets* diversi dagli *ARTs* e dagli *EMTs* (cosiddetti "*other than*"): tale categoria non ha un'ulteriore definizione generale, comprendendo l'ampissimo novero di "tutti gli altri" *crypto-assets* fungibili, trasferibili (con conseguente possibile creazione di un mercato secondario), aventi un emittente identificato (non, quindi, le criptovalute *unbacked* come "Bitcoin" ed "Ether") e non espressamente esclusi dall'ambito di applicazione della *MiCAR*. *Magna pars* di tali *crypto-assets* è costituita proprio dagli *utility token*, definiti come quei *crypto-assets* destinati unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente (come, ad es., quegli utilizzabili sulle piattaforme di *gaming*). Trattandosi di una categoria definita solo in negativo, a meno che un *crypto-asset* non rientri chiaramente nelle definizioni di *ART* o *EMT*, resterà, di volta in volta, dubbio se esso rientri nella definizione, quantomeno, di altre categorie giuridiche già presenti nell'ordinamento, tra cui, in particolare, in quella degli strumenti finanziari *ex MiFID 2*. A tale riguardo – anche sulla scorta delle *Guidelines* dell'*E-SMA* di cui si dirà in appresso – un *utility token* è tale ove garantisca un impiego pratico all'interno di un ecosistema basato sulla *DLT (aut similia)*, senza comportare il possesso di diritti di *governance* che replichino i diritti tipicamente annessi agli strumenti finanziari.

Ciò posto, la *MiCAR* delinea un regime ispirato a un certo gradualismo, poiché prevede un regime minimale per i *token "other than"* (artt. 4 e 5: obblighi di notifica del *white paper* alle *NCA*s da parte dell'offerente, in Italia alla CONSOB, e regole di condotta e di informativa a tutela del pubblico); regime che diviene più rigido per gli *ARTs* (su cui, in Italia, vigileranno la Banca d'Italia e la CONSOB, alla stregua dell'art. 3 del recente d.lgs. n. 129/24 per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni della *MiCAR*) e, poi, è ulteriormente rafforzato nel caso degli *EMTs* (oggetto della supervisione, in Italia, della sola Banca d'Italia).

Inoltre, *ARTs* ed *EMTs* possono essere classificati come *significant ARTs (SARTs)* o *significant EMTs (SEMTs)*, previa determinazione dell'EBA, qualora soddisfino i criteri delineati al *considerando* n. 59 e agli artt. 43, § 1, e 56, § 1 (in punto di clientela, valore del *token*, numero e valore delle operazioni che li riguardano, entità degli attivi oggetto di riserva, numero di Stati membri in cui sono utilizzati), nel qual

caso le *legal entities* emittenti saranno soggette a requisiti ancora più ampi e penetranti.

Con riferimento all'emissione e/o alla negoziazione di ciascuna di tali tipologie di *crypto-assets* assume rilevanza la pubblicazione di un *white paper* (art. 6): un documento predisposto dall'emittente e/o offerente, che deve recare informazioni corrette, chiare e non forvianti, relative, in sostanza, all'emittente e/o offerente, alle caratteristiche dello specifico *token* (compresi i diritti che esso attribuisce al detentore e gli obblighi in capo all'emittente o all'offerente), nonché ai rischi associati.

I *token* per i quali le ragioni di utilizzo superino quelle di investimento (o di scambio) – in quanto la loro potenziale natura finanziaria è esclusa, per effetto dell'assenza del carattere della fungibilità, della serialità (standardizzazione) e della negoziabilità – non sono presi in considerazione dalla *MiCAR* (*considerando* n. 26). Parimenti esclusi sono i *crypto-assets* unici e non fungibili con altri, come, ad es., certi *utility token* intrasferibili, che consentono solo ai titolari di accedere a un particolare servizio commerciale (fisico o virtuale), o altri tipi di *non-fungible token (NFTs)*, che conferiscono diritti di uso o di godimento su oggetti (fisici o digitali) specifici e identificati (*considerando* nn. 17 e 10). Sono, infine, escluse dall'ambito di applicazione della *MiCAR* le valute emesse in forma digitale dalla BCE ovvero dalle BCN degli Stati membri dell'UE (le cosiddette *Central Bank Digital Currencies - CBDCs*).

La questione della classificazione giuridica dei *crypto-assets* diventa, quindi, cruciale per identificare sia la disciplina pertinente sia la categoria di operatori di mercato autorizzati a gestirli, dal momento che sono le specifiche caratteristiche di ogni *crypto-asset* a determinare il regime normativo applicabile.

Definire la linea di demarcazione tra gli strumenti finanziari (ex art. 4, § 1, n. 15, *MiFID 2*) basati sulla *DLT (aut similia)* e i *crypto-assets* inclusi nello *scope* della *MiCAR* non è, tuttavia, un compito facile: ex art. 8, § 4, *MiCAR* è responsabilità dell'offerente di *crypto-assets "other than"* includere tra gli elementi informativi del *white paper* una descrizione del tipo di *crypto-asset* offerto al pubblico e la motivazione della sua inclusione nell'ambito di applicazione della *MiCAR*; nel caso degli *ARTs*, ciò avverrà per il tramite di un parere legale presentato unitamente alla richiesta di autorizzazione all'*NCA* (in Italia, la Banca d'Italia, previa intesa con la CONSOB sui profili di competenza), ex artt. 18, § 2, *MiCAR*, e 11, d.lgs. n. 129/24.

Si tratta di difficoltà ampiamente prese in considerazione dalla *MiCAR*, considerata la previsione (art.

2, § 5) in forza della quale, entro il 30 dicembre prossimo, l'*ESMA* – come anticipato – è tenuta a emanare apposite *guidelines* sulle condizioni e sui criteri per qualificare i *crypto-assets* come strumenti finanziari, ai fini dell'esenzione di cui all'art. 2, § 4, lett. a. Gli offerenti o le persone che chiedono l'ammissione alla negoziazione sono, infatti, i principali responsabili della corretta classificazione, la quale potrebbe essere contestata dalle *NCA*s, sia prima della data di pubblicazione dell'offerta, sia in qualsiasi momento successivo (*considerando* n. 14). Come noto, ciò dipende dalla difficile definizione della nozione di "strumento finanziario", che, eccezion fatta per i titoli esemplificativamente riportati nell'elenco di cui all'Allegato n. 1, sez. c, della *MiFID 2*, discende dalla valutazione svolta, caso per caso, con riferimento alle caratteristiche che incidono sulla "negoziabilità" nel mercato dei capitali.

Il 29 gennaio scorso, l'*ESMA* ha, per l'appunto, diffuso l'atteso documento di consultazione, intitolato "*Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*", diretto a raccogliere i contributi del mercato, pervenuti entro il successivo 29 aprile, in merito alle norme proposte sulle condizioni e i criteri per qualificare i *crypto-assets* come strumenti finanziari. L'*ESMA*, peraltro, si è limitata a prospettare taluni criteri che le *NCA*s dovrebbero tenere in considerazione per valutare la natura giuridica di un *crypto-asset*, senza compiere l'atteso passo di procedere, essa stessa, a una standardizzazione dell'approccio interpretativo armonizzato, in ordine al concetto di "valori mobiliari" ("*transferable securities*"). Per l'*ESMA*, la qualificazione giuridica dei *crypto-assets* come strumenti finanziari resta una questione da risolvere caso per caso, secondo un approccio prudente, che privilegi la sostanza sulla forma, abbracciando una prospettiva tecnologicamente neutrale (*considerando* n. 9), senza che l'esistenza di una aspettativa di profitto (la ben nota componente "speculativa") possa, di per sé, condurre a qualificare un *crypto-asset* come strumento finanziario. Gli strumenti finanziari tokenizzati dovrebbero, pertanto, in forza del principio di neutralità tecnologica, continuare a essere considerati strumenti finanziari in ogni contesto normativo rilevante. La stessa *ESMA* è, del resto, costretta a registrare a più riprese l'evanescente cornice lessicologica – rimessa, in buona sostanza, all'apprezzamento individuale degli operatori – che caratterizza i confini applicativi delle fattispecie rilevanti secondo la *MiFID 2*: «*MiFID II refers to "classes of securities" but the term "class" is not defined by the EU financial regulations*»; «*The term "securities" is also not defined by MiFID II*»; «*there is currently no definition in Union law of negotiability*»; «*the term "capital market" is not explicitly defined in MiFID II*»; «*the term "asset" is not defined within MiFID II*». Si aggiunga, poi, che

la questione se i *crypto-assets* aventi diritti simili a quelli dei contratti derivati finanziari, ma regolati utilizzando *crypto-assets*, *EMTs* o *ARTs* (anziché denaro contante), possano o meno essere qualificati come derivati ai sensi della *MiFID 2* non ha ancora formato oggetto di riflessioni conclusive da parte dell'*ESMA*.

Sempre a proposito dello spinoso tema della tassonomia, la *MiCAR* stabilisce altresì che, entro il 30 dicembre prossimo, le *ESAs* emanino un set di *Joint Guidelines* volte a specificare il contenuto e la forma della spiegazione che accompagna il *white paper* sui *crypto-assets* (di cui al ricordato art. 8, § 4, *MiCAR*) e dei pareri legali sulla qualificazione degli *ARTs* (di cui all'art. 17, § 1, lett. b, punto ii, e al richiamato art. 18, § 2, lett. e). Le *Guidelines* includono un *template* per la spiegazione e per il parere legale, nonché un test standardizzato per promuovere un approccio comune alla classificazione regolamentare dei *crypto-assets* (art. 97, § 1, *MiCAR*). Il 12 luglio scorso, le *ESAs* hanno giust'appunto posto in consultazione una bozza di tali *Joint Guidelines*.

L'art. 97, § 2, vuole, poi, che le *ESAs* promuovano una discussione tra le *NCA*s sulla classificazione dei *crypto-assets* "in scope" e "out of scope" della *MiCAR*, identificando altresì le fonti di potenziali divergenze negli approcci adottati dalle *NCA*s riguardo alla classificazione e, per quanto possibile, favorendo un *common approach* al riguardo.

Si consideri, inoltre, che l'art. 97, § 3, consente alle *NCA*s dell'*home country* e dell'*host country* di chiedere all'*ESA* volta a volta competente un parere sulla classificazione dei *token*, compresi gli *NFTs*.

Giova, infine, evidenziare che le *ESAs*, ex art. 97, § 4, sono tenute a redigere congiuntamente una relazione annuale, basata sulle informazioni contenute nel Registro dei *white paper* di cui all'art. 109 e dei risultati delle attività sopraindicate, volto a enucleare le difficoltà incontrate nella classificazione dei *crypto-assets* e le divergenze emerse negli approcci adottati dalle *NCA*s.

Stante, quindi, la perdurante assenza dell'agognata omogeneizzazione tassonomica a livello europeo o, comunque, l'allontanarsi della desiderata prospettiva di definitiva standardizzazione, armonizzazione e *level-playing field*, gli operatori di mercato si vedranno costretti a continuare a disaminare accuratamente le pieghe dei regimi normativi vigenti in ogni giurisdizione dell'UE, onde evitare il rischio di *re-labelling* dei *token* in chiave finanziaria "in senso classico", secondo gli incerti approcci giuridici tempo

per tempo abbracciati delle varie *NCA*s, che potrebbero finire per rispedire nel *regulatory framework* del "passato analogico" (in Italia – come noto – popolato anche dai prodotti finanziari "atipici" ex art. 1, co. 1, lett. u, TUF) *token* che si pensavano, invece, proiettati nel più vibrante contesto regolatorio del "futuro digitale" della *MiCAR*. Si aggiunga che la disciplina di tali delicati profili attraverso un set di disposizioni tipicamente non vincolanti – quali le *guidelines L3* – appare foriero di ulteriori possibili discrepanze tra gli Stati membri, nell'ambito di una vivace e tesa concorrenza *cross-border* della quale l'UE non sembra ancora potersi liberare facilmente.

La mancanza di una definizione chiara e univoca degli "strumenti finanziari" ex *MiFID 2* – che sono notoriamente oggetto di un'elencazione flessibile e non rappresentano un *numerus clausus* – porta l'emittente e l'offerente a correre il rischio di trovarsi in una zona grigia. Dal momento che non esiste un insieme di criteri universalmente accettati per agevolare l'opera di sussunzione dei *crypto-assets* entro la categoria degli "strumenti finanziari", l'implementazione di linee-guida complete e la forgiatura di una griglia valutativa uniforme resta opera complicata, che difficilmente potrà adattarsi a tutte le forme digitali di *crypto-assets* volta a volta ingegnerizzate. Purtroppo, tra i Paesi membri non vi è mai stata uniformità di vedute relativamente a cosa sia uno "strumento finanziario", un deposito, un deposito strutturato o un'operazione di cartolarizzazione, e ciò perché l'eterogenea trasposizione nei diritti nazionali delle nozioni in questione, recate dalla *MiFID 2*, non ha mai propiziato un'uniforme interpretazione nei vari Stati membri.

Allo stesso tempo, d'altronde, non sembra saggio perseverare nella frustrante impresa di assecondare un approccio criteriologico frammentario ed episodico, nella fiduciosa attesa che esso possa, miracolosamente, produrre esiti definitivi e condivisi. Si tratta di una preoccupazione che è stata, del resto, condivisa da molti Stati membri già durante la fase di *drafting*: posto che la scelta di fondo riposa sull'intenzione di lasciare invariata la disciplina applicabile ai *token* qualificabili in termini di strumenti finanziari, intervenendo, così, con la nuova disciplina a regolare i *token* per i quali non trovi applicazione una specifica regolamentazione finanziaria preesistente, alcuni Paesi, tra cui il nostro, hanno evidenziato che i chiarimenti riguardanti l'ambito di applicazione di un regolamento europeo – il quale, come nella specie, attribuisca un passaporto europeo ai prodotti e ai prestatori di servizi disciplinati – dovrebbero avvenire con norme L1 o L2; altri Stati hanno considerato preferibili le *guidelines L3*,

unitamente a strumenti di convergenza delle *supervisory practices*; altri, invece, si sono attestati su posizioni intermedie, identificando gli strumenti di *soft law* come un primo *step* verso una più solida definizione a livello legislativo.

A mitigare il senso di insicurezza (e fors'anche di sfiducia) che viene continuamente generato dal rinnovarsi di questo incerto stato di cose – soprattutto per gli *ARTs* e ancor più per i *token* “*other than*” – può forse valere la semplice quanto evidente ragione che una sistematica giuridica di tutti i possibili schemi di *crypto-assets* – completa, autosufficiente, infallibile e indipendente dalle mutevoli prassi interpretative e operative domestiche – è ontologicamente impraticabile, a causa della loro dimensione “fattuale”, cioè della loro conformazione pre o extra-giuridica, che è in continua, incessante evoluzione, persino dopo l'emissione (potendo, ad es., la causa in concreto ex art. 1325 c.c. acquisire una connotazione finanziaria, inizialmente assente, a seguito della sopravvenuta negoziazione dei *token* su una *trading venue* configurabile quale “sistema” ai sensi della *MiFID 2*).

Si aggiunga che, per operare una qualificazione giuridica, ogni *token* dev'essere valutato approfonditamente per le sue caratteristiche uniche e le scelte definitorie della legislazione dell'UE, riferendosi a un campo di osservazione in magmatica e incerta evoluzione, potrebbero altresì continuare a scontrarsi con i residui normativi e giurisprudenziali di matrice domestica, che – come nel nostro Paese – implicano anch'essi un approccio sostanzialistico e pragmatico. Pertanto, per il diritto italiano vigente, l'offerta di *crypto-assets* suscettibili di essere qualificati come prodotti finanziari “atipici”, potrebbe, secondo un certo punto di vista, comportare la persistente applicazione in capo all'offerente dell'obbligo di pubblicare un prospetto informativo, da sottoporre preventivamente al vaglio autorizzativo della CONSOB, nonché di rispettare le prescrizioni del TUF sull'offerta fuori sede e sulla promozione e il collocamento a distanza. Secondo la consolidata interpretazione della CONSOB, infatti, la categoria dei prodotti finanziari “innominati” include tutti quegli schemi di investimento che sono caratterizzati da una serie di elementi essenziali (l'investimento di capitale, la promessa/aspettativa di un rendimento finanziario derivante dal capitale investito e l'assunzione di un rischio finanziario direttamente connesso e collegato all'investimento) che possono essere attribuiti anche ad alcune tipologie di *crypto-assets*: l'ha riconosciuto, del resto, la stessa CONSOB nel documento di discussione sulle “offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività” pubblicato il 19 marzo 2019, ove si afferma che «*vi sono tipologie di token che, per*

le peculiari caratteristiche, integrano la fattispecie (...) dei prodotti finanziari». Ebbene, in tale ipotesi, secondo tale possibile prospettazione, ai *CAIs* e ai *CASPs* si applicherebbero tanto le disposizioni della *MiCAR* quanto le norme di condotta previste per l'offerta di prodotti finanziari, con un'evidente duplicazione di oneri, considerato che le regole di condotta previste dai due plessi normativi rispondono alle medesime esigenze di tutela degli investitori e hanno ad oggetto obblighi simili (la pubblicazione del prospetto, da un lato, e quella del *white paper*, dall'altro lato).

Secondo un diverso e più ragionevole punto di vista, che tenga doverosamente conto della primazia del diritto sovranazionale, si dovrebbe, invece, riconoscere alla *MiCAR* la capacità di disciplinare in modo integrale e assorbente il fenomeno dell'offerta al pubblico dei *crypto-assets* rientranti nel suo campo di applicazione, i quali, benché diversi dagli strumenti finanziari, siano tuttavia astrattamente qualificabili come prodotti finanziari *sub specie* di «*altra forma di investimento avente natura finanziaria*». La *MiCAR* sarebbe, quindi, destinata a rappresentare l'unico riferimento normativo in forza del quale determinare la sussistenza di obblighi di trasparenza e di condotta per i *crypto-assets* inclusi nel suo *scope*, ex art. 3, § 1, n. 5, e contemporaneamente dallo stesso non esclusi, in forza dell'art. 2, § 4, senza che residui più alcuno spazio per un'autonoma valutazione alla stregua dei regimi nazionali sorti e proliferati fuori dall'ambiente *MiFID 2*, siano essi rappresentati dalla nozione di “prodotto finanziario” attualmente prevista dalla normativa italiana o da nozioni affini, conosciute, ad es., dal diritto tedesco (“*Vermögensanlage*”), dal diritto austriaco (“*Veranlagung*”), dal diritto francese (“*biens divers*”) o dal diritto belga (“*instruments de placement atypiques*”). In quest'ultima direzione sembra decisamente muoversi lo stesso governo italiano, come si evince dalla lettura del ricordato d.lgs. n. 129/24, recentemente entrato in vigore: la disposizione di cui all'art. 39 stabilisce, infatti, che la disciplina del TUF avente a oggetto i prodotti finanziari non trova applicazione nei confronti dei *crypto-assets* rientranti nell'ambito di applicazione della *MiCAR*. Per quanto sintetica, la norma sembra, per l'appunto, rappresentare una deroga generale all'applicazione ai *crypto-assets* che rientrino nell'ambito di applicazione della *MiCAR* (quindi, esclusi gli *NFTs* e le criptovalute “native” *bitcoin* ed *ether*) delle norme in materia di prodotti finanziari previste dal TUF (cioè a dire le disposizioni sul prospetto informativo, sull'offerta fuori sede e sulla promozione e collocamento a distanza).

Tale circostanza è confermata dalla lettura della Relazione illustrativa del decreto, la quale, tuttavia, al

dichiarato fine di dare seguito alle osservazioni e richieste di chiarimenti pervenute al MEF in fase di pubblica consultazione, si spinge fino al punto di precisare che, stante il primato della *MiCAR* in materia di *crypto-assets*, le disposizioni del TUF sull'offerta fuori sede e sulla promozione e collocamento a distanza non trovano in nessun caso applicazione rispetto ai *crypto-assets* rientranti nello *scope* della *MiCAR*, e ciò anche ove gli stessi, in presenza di certe condizioni, ricadano nel perimetro delle esenzioni da tutte o da alcune disposizioni della *MiCAR* stessa: al fine, vengono esemplarmente menzionate le esenzioni di cui ai §§ 2 e 3 dell'art. 4, *MiCAR*. Al riguardo, giova, peraltro, considerare che, mentre il primo blocco di esenzioni parziali (dal solo obbligo, cioè, di redazione, notifica e pubblicazione del *white paper*) attiene al caso di offerte che – rivolgendosi a meno di 150 persone (fisiche o giuridiche) per ogni Stato membro o a soli investitori qualificati – si ritengono (con presunzione assoluta legata alla tipologia o al numero degli oblati) non rivolte al pubblico ovvero – presentando un corrispettivo nell'arco dei 12 mesi dall'inizio dell'offerta inferiore al milione di euro – costituiscono operazioni di importanza economica così contenuta da meritare l'esclusione, in ragione di un bilanciamento tra costi e benefici della regolazione; il secondo blocco di esenzioni totali (cioè dall'intero regime di emissione di cui al Titolo II) include, oltre agli *airdrop* di *token* "other than" a titolo gratuito, anche il caso in cui tali *token* siano creati automaticamente (ad es., tramite *mining*) a titolo di ricompensa per il mantenimento della *distributed ledger* o per la convalida delle operazioni: condizione in cui, all'evidenza, si trovano i *bitcoin*. Un simile gioco di rimandi, tutt'altro che cristallino sotto il profilo tecnico, porta, quindi, alla conseguenza – non è chiaro se compresa e voluta fino in fondo dal legislatore delegato – che il collocamento e la diffusione dei *token* che siano basati su sistemi pubblici crittografici con automatismi di emissione e circolazione (*in primis*, *bitcoin*) siano *pro futuro* esclusi *tout court* dall'applicazione delle regole sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari previste dal TUF e dal Regolamento Emittenti CONSOB, e ciò benché la giurisprudenza italiana (si pensi a Cass. pen., Sez. II, n. 44378/22) e parte della dottrina insegnino come anche i *bitcoin* ben possano essere considerati un prodotto finanziario atipico (non certo per le loro caratteristiche intrinseche, ma) per le peculiari modalità con cui ne sia attuata la promozione, la commercializzazione o la vendita.

In un contesto disciplinare siffatto, in caso di dubbio in ordine alla presenza dei presupposti per l'applicazione del neonato *framework MiCAR* alla fattispecie concreta, per i *crypto-assets* ibridi che abbraccino o assommino multiformi caratteristiche, componenti e finalità tali da assimilarli o quanto meno

approssimarli ai prodotti finanziari "innominati" di cui al TUF, l'obiettivo di contribuire ad assicurare il mantenimento di un valido presidio di protezione degli investitori potrà forse continuare a essere raggiunto per effetto di un'interpretazione estensiva del concetto di strumento finanziario: è vero che, mercé l'applicazione del consolidato quadro normativo della *MiFID 2*, ciò finirà per aggravare gli oneri per l'offerente, ma almeno non si sarà più costretti a giungere al traguardo del "quid juris" percorrendo la tortuosa "terza via" italiana del "prodotto finanziario".

3. Le funzioni di indagine, di sorveglianza, cautelari e sanzionatorie nel contesto della *MiCAR*.

Se la *MiCAR* presenta indubbiamente una ricca messe di problemi esegetici, alcuni dei quali ricadono in un ambito esulante dallo stesso plesso normativo interessato, riguardando più direttamente categorie tradizionali del diritto del mercato dei capitali, occorre dare atto che, nella prospettiva di assicurare la certezza del diritto, la protezione dei consumatori e degli investitori, l'integrità del mercato e la stabilità finanziaria, la *MiCAR* ha previsto un sistema tendenzialmente completo di poteri e controlli da parte delle autorità di vigilanza europee e nazionali, a garanzia dell'applicazione uniforme ed efficace delle nuove disposizioni.

Attraverso interventi preventivi (di *supervision*) e successivi (di *enforcement*) la *MiCAR* delinea una sorveglianza dinamica fatta di attività di controllo, coordinamento e sanzionatorie, finalizzate ad assicurare condizioni operative uniformi nell'ambito eurounitario. In tale contesto, l'*EBA* e l'*ESMA* svolgono un ruolo di coordinamento tra le *NCA*s, in vista della promozione di una cultura comune della vigilanza e di procedure e prassi il più possibile uniformi.

Il ruolo centrale delle autorità di vigilanza, confermato dalla *MiCAR*, è cruciale per la regolazione dei *crypto-assets*: l'*ESMA* – come detto – è incaricata di fornire *guidelines* e di contribuire a vario titolo alle attività finalizzate a regolare i confini tra *crypto-assets* "in scope" e "out of scope", mentre, in un'ottica di coordinamento e approccio comune, le *ESAs* devono promuovere discussioni e pareri per facilitare l'interpretazione e l'applicazione della normativa, inclusa la classificazione dei *crypto-assets* proposta dagli offerenti o dai richiedenti l'ammissione alla negoziazione, i quali ultimi sono responsabili della corretta classificazione, che può essere *sine die* contestata dalle *NCA*s.

Onde bilanciare l'approccio classificatorio basato sulla prevalenza della sostanza sulla forma (*substan-*

ce over form), l'EBA e l'ESMA sono incaricate di elaborare *draft regulatory technical standards* (RTS) che garantiscano un'applicazione coerente della MiCAR e una protezione adeguata per i possessori di *crypto-assets* e i clienti dei CASPs, specialmente se consumatori, con segnato riferimento ai seguenti ambiti tematici:

- contenuto, metodologie e presentazione delle informazioni presenti nei *white papers* richiesti e informazioni contenute nella domanda di autorizzazione come emittente di ARTs;
- requisiti, modelli e procedure per la gestione dei reclami;
- requisiti per le politiche e le procedure in ipotesi di conflitti di interesse degli emittenti di ARTs;
- informazioni contenute nelle domande di autorizzazione dei CASPs;
- contenuto, metodologie e presentazione delle informazioni che il CASP mette a disposizione del pubblico e che sono relative ai principali impatti negativi sul clima e ad altri effetti negativi connessi all'ambiente dei "meccanismi di consenso" utilizzati per emettere ciascun token in relazione alla quale prestano servizi;
- misure volte a garantire la continuità e la regolarità della prestazione dei servizi per i *crypto-assets* e registrazioni da tenere di tutti i servizi, gli ordini e le operazioni effettuati;
- requisiti per le politiche volte a individuare, prevenire, gestire e comunicare i conflitti di interesse dei CASPs, nonché i dettagli e la metodologia per il contenuto di tale comunicazione;
- informazioni che le NCAs sono tenute a scambiarsi.

Per quanto riguarda, più specificamente, i poteri di vigilanza e di indagine delle NCAs (che, secondo il citato art. 3, d.lgs. n. 129/24, in Italia sono rappresentate dalla CONSOB e dalla Banca d'Italia), per lo svolgimento dei compiti alle stesse assegnati dalla MiCAR l'art. 94 contiene un'ampia elencazione, fermi restando i poteri attribuiti alle due autorità (e alle altre autorità competenti) dal TUF, dal TUB e dalle ulteriori disposizioni di legge applicabili. In particolare, due tipologie di controlli possono essere esercitati dalle NCAs, eventualmente in collaborazione con altre autorità (ad es., competenti in mate-

ria di prevenzione e contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo - AML/CFT): i poteri strettamente connessi alla disciplina dei *crypto-assets* in senso stretto e quelli, ulteriori, derivanti dalla funzione di prevenzione e repressione degli abusi di mercato.

Con riferimento alla prima tipologia di poteri (comma 1), alle NCAs è riconosciuto:

- il potere di imporre:
 - a qualsiasi persona di fornire informazioni e documenti ritenuti rilevanti per l'esercizio delle proprie funzioni (lett. a), nel nostro Paese anche procedendo ad audizione personale;
 - nei casi di revoca di autorizzazione di un CASP, ex art. 64 MiCAR, il trasferimento dei contratti esistenti a un altro CASP, previo accordo dei clienti e del CASP al quale devono essere trasferiti i contratti (lett. g);
 - agli offerenti, alle persone che chiedono l'ammissione alla negoziazione di *crypto-assets* o agli emittenti di ARTs o di EMTs di:
 - modificare il *white paper*, qualora ritengano che sia privo delle informazioni richieste dalla normativa (lett. i);
 - modificare le comunicazioni di *marketing*, ove ritenute non conformi ai requisiti stabiliti dalla MiCAR (lett. j);
 - includere informazioni aggiuntive nei *white papers*, ove necessario per la stabilità finanziaria o per la tutela degli interessi dei possessori, in particolare dei detentori *retail* (lett. k);
 - agli offerenti, alle persone che chiedono l'ammissione alla negoziazione di *crypto-assets*, agli emittenti di ARTs o di EMTs, o ai pertinenti CASPs, di cessare o sospendere le comunicazioni di *marketing* per un massimo di 30 giorni lavorativi consecutivi, ogni volta in cui vi siano fondati motivi di sospettare violazioni della MiCAR stessa (lett. q);
 - la rimozione di una persona fisica dall'organo di amministrazione di un emittente di un ART o di

- un *CASP* (lett. y);
- o a un emittente di *ARTs* o di *EMTs* di introdurre un importo nominale minimo o di limitare l'importo emesso (lett. ab);
- il potere di sospendere, provvisoriamente e transitoriamente, in via cautelare:
 - o (o esigere che un *CASP* sospenda) la prestazione di servizi e per un massimo di 30 giorni lavorativi consecutivi:
 - ogni qualvolta vi siano fondati motivi di sospettare la violazione della *MiCAR* (lett. b);
 - qualora ritengano che la situazione del *CASP* sia tale che la prestazione del servizio pregiudicherebbe gli interessi dei clienti, in particolare dei detentori *retail* (lett. f);
 - o l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di *crypto-assets* per un massimo di 30 giorni lavorativi consecutivi, ogni qualvolta vi siano fondati motivi di sospettare violazioni della normativa (lett. l);
 - o (o esigere che un *CASP* che gestisce una piattaforma di negoziazione sospenda) la negoziazione per un massimo di 30 giorni lavorativi consecutivi, ogni qualvolta vi siano fondati motivi di sospettare che la *MiCAR* sia stata violata (lett. n);
 - o (o vietare le comunicazioni di *marketing*), qualora vi siano fondati motivi di sospettare violazioni della *MiCAR* (lett. p);
 - o (o imporre al *CASP* che gestisce la piattaforma di negoziazione di *crypto-assets* di sospendere) i *crypto-assets* dalla negoziazione, qualora ritengano che la situazione dell'offerente della persona che chiede l'ammissione alla negoziazione o dell'emittente di un *ART* o di un *EMT* sia tale che la negoziazione pregiudicherebbe gli interessi dei possessori di *crypto-assets*, in particolare dei detentori *retail* (lett. t);
- il potere di vietare:

- o la prestazione di servizi per i *crypto-assets*, qualora sia accertata la violazione della *MiCAR* (lett. c);
- o l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di *crypto-assets*, ove si accerti o vi siano fondati motivi di sospettare la violazione della *MiCAR* (lett. m);
- o la negoziazione di *crypto-assets* su una piattaforma di negoziazione, qualora si accerti o vi siano fondati motivi di sospettare violazioni della normativa (lett. o);
- il potere di rendere di dominio pubblico direttamente:
 - o (o esigere che un *CASP* renda pubbliche) tutte le informazioni rilevanti che potrebbero influire sulla prestazione dei servizi interessati, al fine di garantire la tutela degli interessi dei clienti, in particolare dei detentori *retail*, o il regolare funzionamento del mercato (lett. d);
 - o il mancato rispetto da parte del *CASP* dei propri obblighi (lett. e);
 - o il mancato adempimento dei propri obblighi da parte di un offerente, una persona che chiede l'ammissione alla negoziazione o un emittente di un *ART* o di un *EMT* (lett. r);
 - o (o esigere che l'offerente, la persona che chiede l'ammissione alla negoziazione o l'emittente di un *ART* o di un *EMT* renda pubbliche) tutte le informazioni rilevanti che possono influire sulla valutazione del *token* offerto al pubblico o ammesso alla negoziazione, al fine di garantire la tutela degli interessi dei possessori di tali *crypto-assets*, in particolare dei detentori *retail*, o il regolare funzionamento del mercato (lett. s);
- il potere di ordinare:
 - o la cessazione immediata dell'attività senza preavviso o imposizione di un termine, qualora vi sia motivo di presumere che una persona stia prestando servizi per i *crypto-assets* senza autorizzazione (lett. h);
 - o la cessazione immediata dell'attività senza preavviso o imposizione di un termine, qualora vi sia

motivo di presumere l'emissione di ARTs o EMTs senza autorizzazione o che una persona stia offrendo *crypto-assets* o chiedendo l'ammissione alla negoziazione di *crypto-assets* diversi dagli ARTs o EMTs senza aver notificato un *white paper* (lett. u);

- il potere di adottare:
 - qualsiasi tipo di misura per garantire che un offerente o una persona che chiede l'ammissione alla negoziazione di *crypto-assets*, un emittente di ARTs o EMTs o un CASP rispetti la MiCAR, anche chiedendo la cessazione di qualsiasi pratica o condotta che le NCAs reputino contraria alla normativa (lett. v);
 - tutte le misure necessarie, anche chiedendo a soggetti terzi o a un'autorità pubblica di attuare tali misure, laddove non siano disponibili altri mezzi efficaci per far cessare la violazione della MiCAR e al fine di evitare il rischio di danneggiare gravemente gli interessi dei clienti o dei possessori di *crypto-assets* (lett. aa):
 - a rimuovere i contenuti o limitare l'accesso ad un'interfaccia *on-line* o imporre la visualizzazione esplicita di un'avvertenza rivolta ai clienti e ai possessori di *crypto-assets* nell'accesso a un'interfaccia *on-line*;
 - a imporre ai prestatori di servizi di *hosting* di sopprimere, disabilitare o limitare l'accesso a un'interfaccia *on-line*;
 - a imporre ai registri o alle autorità di registrazione del dominio di cancellare un nome di dominio completo e consentire all'autorità competente interessata di registrarlo;
- il potere – funzionale al pieno, effettivo e puntuale espletamento dei poteri di vigilanza e di indagine – di effettuare ispezioni o indagini *in loco*, in siti diversi dalle residenze private di persone fisiche, e, a tal fine, entrare nei locali, allo scopo di avere accesso a documenti e altri dati in qualunque forma (lett. w) ovvero di esternalizzare verifiche o indagini a revisori o esperti (lett. x), ove sussistono particolari necessità (che, se concernenti l'affidabilità dei presidi IT e cibernetici, comportano, in Italia, il *rebate* delle relative spese a carico del soggetto vigilato, *ad instar* di

quanto previsto dall'art. 20, u.c., d.l. n. 25/23, conv. in l. n. 52/23, nonché già dall'art. 62-*septies*, co. 2, TUF);

- il potere di chiedere a qualsiasi soggetto di adottare misure per ridurre l'entità della propria posizione o esposizione in relazione a *crypto-assets* (lett. z).

In Italia, i poteri ispettivi sono esercitabili anche nei confronti dei terzi con i quali gli *issuers* di ARTs abbiano stipulato accordi per la gestione della *reserve of assets*, per l'investimento e la custodia dei *reserve assets* e per la distribuzione al pubblico degli ARTs, nonché di coloro ai quali i CASPs e gli emittenti di ARTs abbiano esternalizzato funzioni aziendali. Inoltre, le ispezioni presso soggetti diversi da quelli appena indicati, nonché dall'offerente, dalla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione di *crypto-assets*, dall'emittente di un ART o di un EMT e dai CASPs sono ammissibili soltanto previa autorizzazione del PM.

In aggiunta, la Banca d'Italia e la CONSOB, secondo le rispettive competenze e previo parere obbligatorio, esercitano i poteri cautelari ex art. 102 MiCAR nei confronti dei soggetti che prestano servizi in via transfrontaliera (offerenti o richiedenti l'ammissione alla negoziazione di *crypto-assets*, *issuers* di ARTs, CASPs), ferma restando la competenza esclusiva della Banca d'Italia a esercitare gli stessi poteri nei confronti degli *issuers* di EMTs.

Per quanto riguarda la seconda tipologia di poteri (comma 3), ossia quelli – tipicamente di ricerca, assicurazione delle fonti di prova e cautelari – inerenti alla prevenzione e al divieto degli abusi di mercato, le NCAs (in Italia, la CONSOB) possono altresì:

- accedere a qualsiasi documento e dato sotto qualsiasi forma e di riceverne o farne una copia (lett. a);
- richiedere o esigere informazioni da chiunque, inclusi coloro che partecipano alla trasmissione di ordini o all'esecuzione di operazioni (lett. b);
- entrare nei locali di persone fisiche o giuridiche, allo scopo di sequestrare documenti e dati sotto qualsiasi forma, quando esista un ragionevole sospetto che documenti o dati connessi

all'oggetto dell'ispezione o dell'indagine possano avere rilevanza per provare un caso di abuso di informazioni privilegiate o di manipolazione del mercato (lett. c);

- riferire fatti ai fini della promozione dell'azione penale (lett. d);
- chiedere, nella misura in cui ciò sia consentito dal diritto nazionale, le registrazioni esistenti relative al traffico di dati conservate da un operatore di telecomunicazioni, qualora vi sia il ragionevole sospetto che sia stata commessa una violazione e che tali registrazioni possano essere rilevanti ai fini dell'indagine (lett. e);
- chiedere il congelamento o il sequestro di beni (o entrambi) (lett. f);
- imporre un divieto temporaneo all'esercizio dell'attività professionale (lett. g);
- adottare tutte le misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato con riguardo, tra l'altro, alla correzione di informazioni false o forvianti divulgate, anche imponendo all'offerente, alla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione, all'emittente o ad altri che abbiano pubblicato o diffuso informazioni false o forvianti di pubblicare una dichiarazione di rettifica (lett. h).

Nell'esercizio dell'attività di vigilanza e di indagine, la CONSOB potrà:

- avvalersi della collaborazione delle PP.AA., richiedendo la comunicazione di dati e accedere al sistema informativo dell'anagrafe tributaria;
- avvalersi, ove necessario, dei dati contenuti nell'anagrafe dei conti e dei depositi, nonché acquisire, anche mediante accesso diretto, i dati contenuti nell'archivio unico informatico di cui all'art. 13, d.l. n. 625/79;
- accedere direttamente, mediante apposita connessione telematica, ai dati contenuti nella Centrale dei rischi della Banca d'Italia;
- avvalersi, ove necessario, anche mediante connessione telematica, e previa stipula di apposita

convenzione con l'AdE, sentito il GPDP, dei dati contenuti nell'apposita sezione dell'anagrafe tributaria.

La CONSOB esercita altresì gli ulteriori poteri ispettivi e di accertamento previsti dall'art. 187-*octies* TUF.

Con riferimento ai *crypto-assets* diversi dagli ARTs e dagli EMTs (i ricordati "*other than*") il d.lgs. n. 129/24, all'art. 15, dispone che la CONSOB, in aggiunta ai poteri già previsti all'art. 4, possa, previa autorizzazione del PM, procedere nei confronti degli *issuers* e delle persone che chiedono l'ammissione alla negoziazione di *crypto-assets* "*other than*" a:

- perquisizioni;
- sequestri del profitto dell'illecito, anche per equivalente, con applicazione dell'art. 187-*octies*, co. 9, 10 e 11, TUF.

In linea con quanto previsto dal TUF, nell'esercizio dei propri poteri, la CONSOB potrà avvalersi della Guardia di Finanza, che esegue gli accertamenti richiesti agendo con i poteri di indagine ad essa attribuiti ai fini dell'accertamento dell'IVA e delle imposte sui redditi. Inoltre, tutte le notizie, le informazioni e i dati acquisiti dalla Guardia di Finanza sono coperti dal segreto d'ufficio.

Si consideri, poi, che gli artt. 103 e 104, *MiCAR*, attribuiscono, rispettivamente, all'*ESMA* e all'*EBA*, in base alla propria competenza e in relazione alla tipologia di *token*, poteri di intervento temporaneo (di divieto o restrizione), connotati dal carattere di *extrema ratio*, al ricorrere di specifiche condizioni e circostanze (*temporary product intervention*). In particolare, l'*ESMA* e l'*EBA* possono vietare o limitare temporaneamente la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di taluni *token* o un tipo di attività o prassi relativa ai *crypto-assets*, in base alla propria competenza, se:

- vi sia un timore significativo in materia di tutela degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati dei *crypto-assets* o alla stabilità, anche parziale, del sistema finanziario dell'UE (i criteri e i fattori di cui l'*ESMA*, l'*EBA* e le *NCA*s devono tenere conto per determinare se vi sia un timore significativo, in relazione ai rispettivi poteri di intervento, sono

definiti dal Reg. del. UE 2024/1507);

- i requisiti regolamentari applicabili ai *crypto-assets* e ai servizi per le cripto-attività pertinenti non affrontino la minaccia in questione;
- l'*NCA* non abbia già adottato misure per affrontare la minaccia in questione o le misure adottate non affrontino tale minaccia in maniera adeguata.

Quando si valutano interventi sui mercati dei *crypto-assets* è, inoltre, essenziale assicurarsi che gli stessi non abbiano effetti negativi sproporzionati sull'efficienza del mercato, sui possessori di *crypto-assets* o sui clienti; occorre altresì garantire che non vi siano rischi di arbitraggio regolamentare e ogni divieto o restrizione va riesaminato a intervalli appropriati, almeno ogni 6 mesi: revisione che può condurre al rinnovo o alla revoca della misura. Prima di adottare le misure di *product intervention* temporanee, l'*ESMA* e l'*EBA* devono trasmettere una notifica alle *NCA*s e pubblicare un avviso sui loro siti web con i dettagli delle misure e la data di entrata in vigore.

Anche le stesse *NCA*s, all'interno del proprio Stato membro e in via precauzionale, prima che un *crypto-asset* sia commercializzato, distribuito o venduto alla clientela, possono vietare o limitare temporaneamente la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di taluni *crypto-assets*. Oltre alle condizioni ricordate per l'intervento delle *ESAs*, si aggiungono:

- la proporzionalità della misura, avuto riguardo alla natura dei rischi individuati, al livello di sofisticazione degli investitori o dei partecipanti al mercato interessati e al probabile impatto sugli investitori e sui partecipanti al mercato che potrebbero detenere o utilizzare il *crypto-asset* o il servizio per le criptoattività in questione, ovvero trarre beneficio dagli stessi;
- la previa consultazione da parte dell'*NCA* interessata delle *NCA*s degli altri Stati membri sui quali la misura potrebbe incidere in modo significativo;
- l'esclusione di un effetto discriminatorio della misura sui servizi o sulle attività fornite a partire da un altro Stato membro.

Inoltre, l'*NCA*, almeno un mese prima della data prevista per l'applicazione della misura, deve aver co-

municato a tutte le altre *NCA*s e all'*ESMA* o all'*EBA*, per iscritto o in un'altra forma concordata tra le autorità:

- il *crypto-asset*, l'attività o prassi cui si riferisce la misura proposta;
- la natura precisa del divieto o della restrizione proposta;
- la data in cui dovrebbero entrare in vigore;
- gli elementi sui quali si fonda la decisione e che inducono l'*NCA* a ritenere che tutte le condizioni siano soddisfatte.

Solo eccezionalmente, ove ritenuto necessario e con motivazione specifica, l'*NCA* può adottare una misura urgente in via provvisoria, dopo aver trasmesso apposita notifica scritta a tutte le altre *NCA*s e all'*ESMA*, almeno 24 ore prima della data della prevista entrata in vigore della misura.

La *MiCAR* stabilisce, pertanto, una completa simmetria tra la *product intervention* delle *NCA*s e quella, azionabile in via sussidiaria, propria dell'*ESMA* e dell'*EBA*, quanto a oggetto, requisiti e poteri. Sul piano domestico, l'art. 8, d.lgs. n. 129/24, attribuisce alla Banca d'Italia e alla CONSOB i poteri di *product intervention* di cui all'art. 105 *MiCAR*, sentita l'altra autorità, sugli *ARTs* e sui *token "other than"*, ferma restando la competenza esclusiva della Banca d'Italia sugli *EMTs*.

Giova considerare, poi, che la vigilanza sugli emittenti di *SARTs* e *SEMTs* è dalla *MiCAR* affidata – con previsione inedita – all'*EBA*: gli emittenti di *SARTs* operano sotto la supervisione di tale *ESA* e sono soggetti a una valutazione prudenziale approfondita, potendo comportare rischi specifici per i canali di trasmissione monetaria e per la stessa sovranità monetaria. Il riparto delle funzioni di vigilanza fra *NCA*s e *ESAs* basato sul parametro della "significatività" appare chiaramente ispirato all'*SSM* ed è declinato dalla *MiCAR* sulla base di criteri di tipo oggettivo. Nella *MiCAR*, peraltro, l'*EBA* cumula su di sé compiti sia di regolazione (elaborazione di *RTS* e progetti di *ITS* da sottoporre alla Commissione UE), sia di vigilanza diretta sugli emittenti di *SARTs* e di *SEMTs*, disponendo di poteri di indagine, di ispezione, sanzionatori e di *temporary intervention* sugli *EMTs*.

Gli emittenti di *SARTs* che prestino anche servizi per le cripto-attività o emettano *crypto-assets* che

non sono SARTs sono supervisionati dalle NCAs, secondo il principio dell'*home country control*.

I SEMTs emessi da un IMEL sono, a loro volta, vigilati dall'EBA per garantire il rispetto dei piani di risanamento e rimborso di cui all'art. 55, oltre agli obblighi specifici di cui all'art. 58 MiCAR. Per una vigilanza efficace l'EBA coopera, a tal fine, con le altre NCAs responsabili della vigilanza dell'emittente, inclusa eventualmente la BCE.

Ne viene, in sintesi, che la vigilanza sugli emittenti di ARTs ed EMTs, nonché sui CASPs e sui *crypto-assets* diversi da ARTs e EMTs (essenzialmente, gli *utility token*) è affidata alle NCAs, per il cui adempimento vengono previsti adeguati poteri di vigilanza, indagine, intervento e sanzionatori. Al contrario, la vigilanza sugli emittenti di SARTs e SEMTs è attribuita direttamente all'EBA – in ciò assecondando un processo di crescente espansione del ruolo delle ESAs – fatta salva la precisazione che, mentre per gli emittenti di SARTs la competenza dell'EBA è esclusiva (movendo dalla circostanza che tali *crypto-assets* possono essere utilizzati come mezzo di scambio, oltreché per effettuare grandi volumi di operazioni di pagamento), nei confronti degli emittenti di SEMTs è prevista una vigilanza concorrente, in forza della quale l'EBA è chiamata a vigilare sul rispetto di specifici obblighi supplementari, in ragione dell'utilizzo potenzialmente ampio dei SEMTs come mezzo di pagamento e della natura peculiare dei rischi che essi possono comportare per la stabilità finanziaria, mentre le NCAs (in Italia, la Banca d'Italia) conservano la supervisione su tutti gli altri requisiti prescritti dalla MiCAR.

Al fine di gestire le decisioni di vigilanza e coordinare le attività, agevolando una più efficiente supervisione sugli emittenti di SAMTs ed EMTs e garantendo una visione d'insieme sulle potenziali problematiche dei mercati dei *crypto-assets*, l'EBA è chiamata a istituire, gestire e presiedere un *consultative supervisory college* composto da autorità quali l'EBA, l'ESMA e la BCE, nonché le NCAs volta a volta rilevanti: tale collegio fornisce pareri non vincolanti su vari aspetti, tra cui valutazioni prudenziali (si pensi all'obbligo per un emittente di detenere un importo più elevato di fondi propri), aggiornamenti dei piani di risanamento, modifiche al *white paper* e al modello di *business*, nonché misure correttive. Il parere del *college* è adottato con la maggioranza semplice dei suoi membri e, qualora un *college* comprenda più autorità del medesimo Stato membro, può votare solo una di esse. Ove l'EBA o una NCA non concorrono con il parere del *college*, anche per quanto riguarda le eventuali raccomandazioni volte a rimediare alle carenze della misura di vigilanza prevista, devono motivare la propria decisione dissenziente, for-

nendo spiegazioni al *college* per ogni eventuale significativo disallineamento rispetto al parere o alle raccomandazioni ivi contenute.

Venendo alle sanzioni e alle misure amministrative per la violazione delle disposizioni della MiCAR, le stesse sono dettagliate nel Capo 3 del Titolo VII e si suddividono in tre categorie principali, fermo restando che le "misure" sono volte a riparare l'interesse danneggiato o a eliminare il vantaggio acquisito tramite un comportamento non conforme, mentre le "sanzioni" vere e proprie hanno un connotato tipicamente punitivo e dissuasivo del comportamento scorretto (art. 111 MiCAR):

1. violazioni degli obblighi, dei requisiti o delle restrizioni riguardanti i *crypto-assets* diversi dagli ARTs o dagli EMTs, gli ARTs, gli EMTs e i CASPs;
2. violazioni delle disposizioni in materia di prevenzione e divieto degli abusi di mercato;
3. omessa collaborazione o mancato seguito a indagini o richieste da parte delle NCAs.

Le sanzioni per violazioni specifiche possono includere dichiarazioni pubbliche che indicano la persona responsabile e la natura della violazione (*shame sanctions*); ingiunzioni a cessare il comportamento violativo (*cease and desist orders*); sanzioni pecuniarie, che possono raggiungere il doppio dei profitti ottenuti o delle perdite evitate grazie alla violazione o fino a € 700mila per persone fisiche e € 5 mio per persone giuridiche o una percentuale del fatturato annuo.

In Italia, secondo il più volte richiamato d.lgs. n. 129/24 (art. 35), in caso di omessa collaborazione o mancato seguito dato nell'ambito di un'indagine, un'ispezione o una richiesta, incluse quelle di cui all'articolo 94, § 3, MiCAR, si applica:

- nei confronti delle persone giuridiche, la sanzione amministrativa pecuniaria da € 30mila fino a € 5 mio ovvero, se superiore, fino al 10% del fatturato totale annuo;
- nei confronti delle persone fisiche, inclusi gli esponenti aziendali e il personale e al ricorrere delle condizioni ivi stabilite, la sanzione amministrativa pecuniaria da € 5mila fino a € 5 mio.

Le sanzioni (e le altre misure amministrative) per abusi di mercato includono anche la restituzione dei

profitti realizzati o delle perdite evitate grazie alla violazione (ove determinabili), la revoca o sospensione delle autorizzazioni, l'interdizione temporanea dalla gestione e, in caso di recidiva grave, l'interdizione per almeno 10 anni.

Gli Stati membri possono prevedere sanzioni più severe e poteri aggiuntivi per le *NCA*s, le cui decisioni devono sempre essere adeguatamente motivate e impugnabili dinanzi a un organo giurisdizionale.

L'esercizio dei poteri di vigilanza e indagine, inclusa l'irrogazione di sanzioni o altre misure amministrative, avviene sempre in stretta collaborazione e coordinamento tra le *NCA*s, onde garantire l'efficacia e la proporzionalità degli interventi, prevenire duplicazioni e sovrapposizioni e ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti destinatari della *MiCAR*, considerate le implicazioni transnazionali.

Le sanzioni amministrative in Italia sono irrogate dalla Banca d'Italia e dalla CONSOB, secondo le rispettive competenze come disciplinate dal ridetto d.lgs. n. 129/24 e secondo le rispettive procedure sanzionatorie di cui al TUB e al TUF.

A scopi dissuasivi sull'intera collettività e in vista della produzione di un effetto general-preventivo, la decisione con cui vengono applicate le sanzioni (o le altre misure amministrative) dev'essere pubblicata sul sito *web* dell'*NCA*, senza indebito ritardo dopo che la persona fisica o giuridica destinataria della decisione ne è stata informata, includendo informazioni sulla violazione e sull'identità dei responsabili. Ove la stessa *NCA* ritenga che la pubblicazione sia sproporzionata rispetto al caso concreto o possa compromettere un'indagine in corso, può decidere di posticipare la pubblicazione della decisione, fintantoché non vengano meno i motivi del rinvio, ovvero procedere a una pubblicazione in forma anonima, nel caso in cui questa assicuri l'effettiva protezione dei dati personali in questione. Le *NCA*s possono giungere sino al punto di evitare del tutto la pubblicazione, nei casi in cui la pubblicazione in forma anonima o il differimento siano giudicati insufficienti a garantire che la stabilità dei mercati finanziari non venga messa a rischio ovvero incapaci di garantire la necessaria proporzionalità tra gli effetti stigmatizzanti della pubblicazione e l'eventuale natura minore delle misure adottate.

Ogni anno, le *NCA*s sono chiamate a inviare all'*ESMA* e all'*EBA* informazioni aggregate su tutte le sanzioni e le misure amministrative irrogate (incluse quelle non pubblicate) e l'*ESMA* deve raccogliere tali informazioni e pubblicarle in una relazione annuale. Analogamente, le *NCA*s (in Italia, la Banca d'Italia e

la CONSOB, secondo le rispettive competenze) dovranno inviare con cadenza annuale, in forma anonima e aggregata, i dati riguardanti le indagini intraprese e le sanzioni penali comminate.

L'*ESMA* mantiene, poi, una banca dati centrale delle sanzioni e delle misure amministrative, accessibile esclusivamente all'*EBA*, all'*ESMA* e alle *NCA*s, nella prospettiva di facilitare lo scambio di informazioni tra *NCA*s ed *ESAs*.

Laddove la decisione di imporre una sanzione amministrativa o un'altra misura amministrativa sia impugnata dinanzi ai pertinenti tribunali od organismi amministrativi, le *NCA*s devono immediatamente pubblicare sul loro sito *web* tali informazioni, nonché eventuali informazioni successive sull'esito del ricorso, ivi incluse le eventuali decisioni che annullino il provvedimento irrogativo della sanzione.

4. Considerazioni conclusive.

Alla luce delle osservazioni che precedono, può senz'altro affermarsi che la *MiCAR* rappresenta un importante passo avanti nella regolazione dei *crypto-assets*, fornendo un quadro normativo sufficientemente chiaro e uniforme per garantire la protezione degli investitori, la trasparenza del mercato e la stabilità finanziaria. La decentralizzazione e la natura complessa dei mercati dei *crypto-assets* richiedono, in effetti, un sistema di sorveglianza e sanzioni robusto, al fine di garantire il rispetto delle regole e prevenire abusi.

L'interazione tra le autorità di vigilanza europee e nazionali, coordinata da organismi quali l'*ESMA* e l'*EBA*, risulta essenziale per garantire un'applicazione coerente ed efficace delle nuove disposizioni. In particolare, l'approccio flessibile, caso per caso, dell'*ESMA* alla definizione dei *crypto-assets* come strumenti finanziari mira a riconoscere la natura diversa e in evoluzione dei vari *token*, sostenendo, al contempo, l'armonizzazione e promuovendo, in un difficile equilibrio, un ambiente di mercato competitivo all'interno dell'UE.

Tuttavia, le sfide legate alla classificazione e alla regolamentazione dei vari tipi di *token* richiederebbero forse orientamenti più coraggiosi e un'interpretazione il più possibile uniforme, affinché il settore possa evolversi in modo sostenibile e sicuro, donde l'importanza di una corretta qualificazione dei *crypto-assets*, avvalorata dall'inizio del processo di integrazione delle normative europee nei singoli

Stati membri. Tale processo sembra, allo stato, prediligere soluzioni che evitino criteri troppo rigidi, per via del rischio che possano diventare rapidamente obsoleti, e confermare l'avvertita necessità di procedere con cautela, spirito collaborativo e coerenza, per garantire la corretta applicazione della normativa, proteggere gli investitori e favorire l'innovazione finanziaria in armonia con gli *standards* europei e internazionali.

L'approccio sembra condivisibile, se non è bene mettere in guardia da un'interpretazione troppo ampia della nozione di strumento finanziario, che, professando un forte ossequio al principio di neutralità tecnologica, potrebbe ostacolare l'innovazione e l'adattabilità del mercato: un nucleo di criteri di base per gli *assets* da considerare come strumenti finanziari sarebbe in grado di garantire maggiore chiarezza agli operatori e coerenza tra gli Stati membri; una sistematica riclassificazione dei *crypto-assets* che condividano anche solo una delle caratteristiche di uno strumento finanziario può, invece, finire per essere problematica e concedere una pericolosa discrezionalità soggettiva alle *NCA*s, foriera di incoerenze e incertezze nel quadro normativo a livello europeo, oltre a minare la fiducia degli investitori e a ostacolare l'innovazione nel *crypto market* europeo, con discrepanze che potrebbero portare a nuovi arbitraggi normativi tra le diverse giurisdizioni interessate.

L'UE sta, peraltro, complessivamente procedendo nella giusta direzione attraverso una "Strategia per la finanza digitale" che, oltre alla *MiCAR*, annovera anche il regime sperimentale *DLT*, che istituisce e regola nuove infrastrutture di mercato che utilizzano la *DLT* (aut *similia*) per la negoziazione e la compensazione di *crypto-assets* che si qualificano come strumenti finanziari.

La necessità di regolare la cosiddetta "criptosfera" era, d'altronde, legata all'urgenza, percepita dal legislatore europeo, di intervenire prontamente, nel timore che la diffusione incontrollata di criptovalute e *token* di vario genere potesse finire per destabilizzare i mercati finanziari europei, creando squilibri economici e sociali, ripetutamente evidenziati in vari "avvertimenti" da parte dei regolatori di molti paesi dell'UE. Inoltre, era evidente lo slancio in avanti di diversi paesi europei, che stavano iniziando ad affrontare la questione in modo disomogeneo tra di loro, generando, quindi, potenziali attriti nell'ambito della libera circolazione di beni e servizi e un potenziale "shopping" legislativo, il quale, evidentemente, avrebbe presto portato a discriminazioni significative all'interno dell'UE, influenzando negativamente la libera circolazione dei servizi.

L'obiettivo principale dell'UE era, dunque, quello di prevenire la proliferazione di nuove *ICOs* e l'emergere di criptovalute, anche globali, che, in certi momenti, si paventava potessero competere con la valuta ufficiale europea. Si tratta di un timore che traspare in ogni disposizione della *MiCAR*, animata dalla persistente esigenza del legislatore europeo di controllare pressoché ogni profilo rilevante: dalle entità che emettono i *crypto-assets* alle modalità con cui i *crypto-assets* vengono promossi e distribuiti, dal capitale sociale degli emittenti ai loro azionisti, e ovviamente al progetto sottostante e al cosiddetto "white paper". Un controllo meticoloso e dettagliato destinato a realizzarsi su diversi livelli – non solo nazionale, ma anche europeo – attraverso l'EBA e l'ESMA.

Peraltro, nonostante l'intenzione di disciplinare approfonditamente l'intero universo magmatico di attività e soggetti che, negli ultimi anni, sono proliferati nel settore *crypto*, la *MiCAR*, alla fine, non si applicherà agli strumenti finanziari (che rimarranno oggetto del pacchetto *MiFID 2/MiFIR* e del *DLT Pilot Regime*), né alle tipiche attività degli *IMEL*, né infine, alle cosiddette *CBDCs*. E anche alcuni sviluppi più recenti, pure molto discussi – come, ad es., gli *NFTs*, le *DAOs* o, più in generale, le soluzioni *DeFi* – non sono inclusi nel campo di applicazione oggettivo della *MiCAR*.

Tuttavia, evitando eccessi di pessimismo, è facile prevedere che la prima fase dell'attuazione della *MiCAR* sconterà, con ogni probabilità, il peso legato al fatto che il suo tutt'altro che esile impianto replica una parte significativa della disciplina tipica dei modelli tradizionali di regolazione finanziaria europea, prendendo in prestito gran parte dell'esperienza, anche regolativa e di *enforcement*, già acquisita in quei settori.

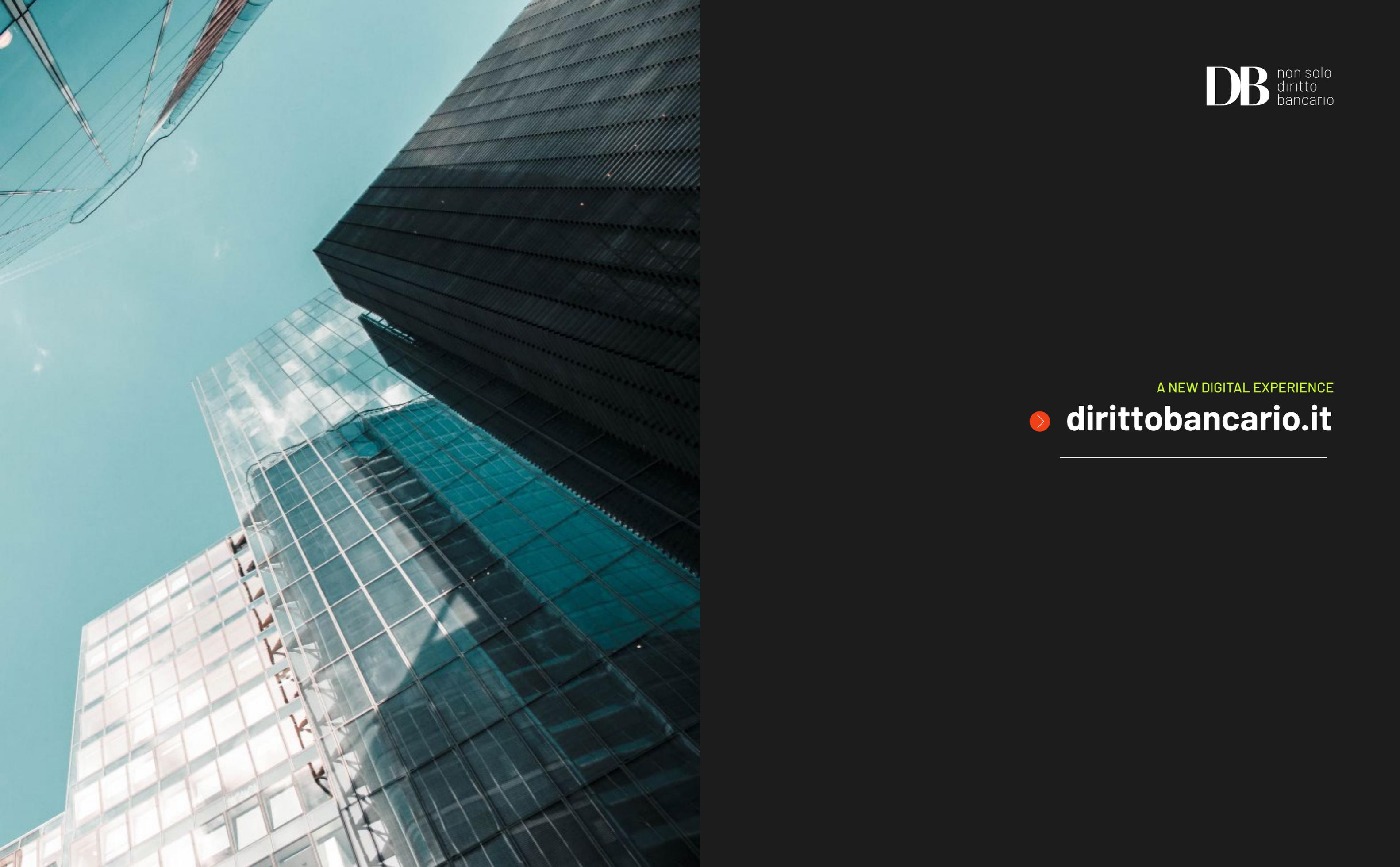
Una volta superata la fase iniziale sul piano puramente operativo, può, però, altrettanto agevolmente presumersi che l'articolata disciplina sarà in grado di generare importanti risultati, con effetti a catena persino sui modelli di riferimento, inizialmente presi come *benchmark*. In breve, le aspirazioni e le spinte verso l'economia tokenizzata potrebbero far emergere *MiCAR* dall'ombra lunga della *MiFID 2*, ribaltando, alla fine, il rapporto tra i due plessi normativi.

E chissà se il "Brussels effect" si ripeterà magicamente e l'UE riuscirà a imporre il proprio *standard* regolativo anche su altre economie mondiali, più evolute dal punto di vista industriale, dal momento che chi vuole entrare nell'attraente mercato del vecchio Continente dovrà comunque adeguarsi alle nuove

regole? Chissà se, d'altro canto, l'effetto sarà opposto, rendendo i nostri mercati non sufficientemente competitivi – a causa di un eccesso di burocrazia e di esorbitanti costi di *compliance* – e poco attraenti per *start-up* e *newcomers*?

Al momento, non è facile fare previsioni attendibili, ma è certo che la forte “mifidizzazione” iniziale del settore renderà economicamente gravoso per i piccoli operatori *tech* operare nel pieno rispetto delle regole europee. Il lungo processo normativo che ha condotto alla *MiCAR* ha prodotto un risultato in cui l'innovazione è compresa e affrontata, ma non è certo catturata in modo completo e non riesce a liberarsi del tutto dal peso della tradizione, così da compiere quel balzo verso la specializzazione normativa che le avrebbe consentito di acquisire un carattere davvero originale.

Con una nota di ottimismo sulle prospettive future della *MiCAR*, si potrebbe sperare che tale Regolamento europeo riesca ad assumere un ruolo di primo piano come ponte verso un futuro sempre più tokenizzato, giungendo sino al punto di scalzare il pacchetto *MiFID 2/MiFIR* della centralità che ha, nel tempo, conquistato nell'ecosistema finanziario tradizionale, secondo un processo di graduale *turnaround* (forse già colto dagli stessi investitori) che potrebbe condurre, in futuro, le legislazioni settoriali ad assimilarsi gradualmente ad essa. Si tratta, del resto, di un *pattern* che trova già un esempio significativo nell'integrazione dell'elenco degli strumenti finanziari con quelli digitali, legata al lancio, lo scorso anno, del *DLT Pilot Regime*, dedicato proprio alla tokenizzazione degli strumenti finanziari. Il fatto, peraltro, che ad oggi sia stata autorizzata appena un'infrastruttura di mercato *DLT* (ai fini dell'iscrizione nell'Elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale di cui al d.l. n. 25/23, conv. in l. n. 52/23) suggerisce, tuttavia, di preferire a un giovanile *crypto-enthusiasm* i più cauti accenti di un maturo *crypto-realism*.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
