

LA “DECENTRALIZZAZIONE” DEI MERCATI FINANZIARI. INNOVAZIONE TECNOLOGICA E NUOVE ISTANZE DI REGOLAMENTAZIONE *

(Decentralization of financial markets. Technological innovation and new regulatory issues)

ABSTRACT: *La finanza decentralizzata è un fenomeno sviluppatosi a seguito dell'avvento della tecnologia blockchain e della sua interazione con principi e metodi della finanza “classica”. Nonostante il know how e l'esperienza posseduta nel settore finanziario, si riscontra ancora una particolare diffidenza da parte degli investitori istituzionali (come banche, imprese d'investimento e fondi comuni di investimento) nell'entrare attivamente nei mercati finanziari decentralizzati. Il Regolamento MiCA crea le condizioni per il superamento di questa diffidenza e ciò comporta la nascita di un nuovo contesto normativo. Si tratta della cd. Institutional DeFi, termine che designa l'insieme delle regole che, nel mercato delle cripto-attività, sono pensate espressamente per i “tokenholder” istituzionali in modo da favorirne l'entrata in questo settore particolarmente innovativo.*

Decentralized finance is a phenomenon that has developed as a result of the application of blockchain technology and its interaction with principles and methods of "traditional" finance. Despite the know-how and the experience possessed in the financial sector, there is still a particular wariness on the part of institutional investors (such as banks, investment firms and mutual funds) to actively enter decentralized financial markets. The MiCA Regulation creates the conditions for overcoming this mistrust, resulting in the emergence of a new regulatory framework. This is the so-

* Contributo approvato dai revisori.

called Institutional DeFi, a term for the set of rules that, in the crypto-asset market, are designed expressly for institutional "tokenholders" so as to facilitate their entry into this particularly innovative sector.

SOMMARIO: 1. L'impatto delle *Institutional DeFi* sui mercati dei capitali; - 2. Le previsioni del Regolamento MICA a favore di soggetti “istituzionali”; - 3. I presidi di “base” per l’entrata degli “istituzionali” nel settore DeFi: le norme in materia di riciclaggio; - 4. (Segue) : le norme a presidio del rischio di abusi di mercato; - 5. Le norme “preferenziali” adottate per gli operatori dell’ Institutional DeFi: l’emissione di asset- referenced token; - 6. (Segue) L’offerta di e-money token; - 7. (Segue) Le esenzioni previste nell’esercizio dei servizi relative a crypto – attività; - 8. Brevi considerazioni conclusive. Un auspicio.

1. La finanza decentralizzata (dall’inglese *Decentralized Finance* e abbreviato di solito in “DeFi”) è un fenomeno sviluppatosi a seguito dell’avvento della tecnologia *blockchain* e della sua interazione con principi e metodi della finanza “classica”¹. Con questo termine ci si riferisce all’impiego della tecnologia *blockchain* e dei suoi “derivati” (*smart contract*, *token* e c.d. “protocolli”) per il compimento di operazioni di natura finanziaria simili a quelle condotte sui tradizionali mercati finanziari.

Al 1° novembre 2023 il valore di questo mercato era di circa 90 miliardi di dollari e, sebbene diminuito di ben tre volte rispetto al picco raggiunto nel novembre nel 2021, questo valore rimane comunque centoottanta volte superiore a quello di appena quattro anni prima². Ciò è sintomo del fatto che lo sviluppo dei mercati *decentralizzati*, sebbene rallentato dai numerosi scandali del 2022³, è ancora in corso.

¹ In argomento: PRANDIN E., *Decentralized Finance: A new challenge for Regulators*, in Bocconi Legal Papers, n. 16, 2021, p. 51-62; BOYKEY SIDLEY S. e DINGLE S., *Beyond Bitcoin*, Londra, 2022; FURNARI S.L., *La Finanza Decentralizzata. Cripto-Attività, Protocolli, Questioni Giuridiche Aperte*, Roma, 2023.

² Dati disponibili al sito web <https://defillama.com/> [Ultimo accesso: 13/11/2023]

³ Il riferimento è a quanto accaduto all’ecosistema TERRA e alla sua *stablecoin* algoritmica UST che nei giorni compresi fra il 10 e il 13 maggio 2022, forse a causa di un attacco da parte di sconosciuti, dopo aver perso il c.d. “peg” al dollaro non è più riuscita a riacquisirlo nonché al noto fallimento

Nonostante il *know how* e l'esperienza posseduta nel settore finanziario, oggi si riscontra ancora una particolare diffidenza da parte degli investitori istituzionali (come banche, imprese d'investimento e fondi comuni di investimento) nell'entrare attivamente nei mercati finanziari decentralizzati. Ciò sebbene, in qualche raro articolo con finalità preminentemente promozionali⁴, sia possibile leggere di un fenomeno denominato *Institutional DeFi*, termine con il quale si vorrebbero identificare i vantaggi che gli intermediari finanziari tradizionali potrebbero trarre dalla partecipazione attiva in questo mercato.

Nell'indagare le ragioni di questa mancata partecipazione (o, comunque, in ritardo) sembra utile soffermarsi sull'analisi del panorama regolamentare applicabile alla finanza decentralizzata. Panorama regolamentare in *via di sviluppo* tanto quanto il settore, nel quale lo sforzo del legislatore comunitario appare particolarmente apprezzabile. In particolare, l'attività regolamentare dell'Unione Europea è da considerare in quanto mirante, non solo a uno sviluppo di regole uniformi per tutto il territorio europeo⁵ - superando sul punto anche gli Stati Uniti, ove non sembra esserci ancora una visione univoca sulle modalità di regolamentazione del settore -, ma anche alla definizione di regole pensate per permettere la partecipazione ai mercati decentralizzati di investitori istituzionali.

2. Il termine *Institutional DeFi* ci sembra adatto alla descrizione di un nuovo contesto normativo, ovvero quello mirante a individuare le regole che, nel mercato delle crypto-attività, sono pensate espressamente per i "*tokenholder*" istituzionali.

Va ricordato che il settore delle crypto-attività nasce sotto spinte che potremmo

dell'*exchange* centralizzato FTX. Eventi questi che hanno comportato il fallimento di due dei più importanti progetti della finanza decentralizzata dalla capitalizzazione di svariati miliardi di dollari.

⁴ Il riferimento è agli articoli disponibili ai seguenti link: <https://www.jpmorgan.com/onyx/content-hub/institutional-defi><https://www.jpmorgan.com/onyx/content-hub/institutional-defi>;

<https://www.fireblocks.com/institutional-defi/>;

https://medium.com/@wonderful_lilac_beetle_302/defi-3-0-the-institutional-defi-505b1036b81f

⁵ In argomento ANNUNZIATA F., *An Overview of the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)*, European Banking Institute Working Paper Series no. 158, 2023, p. 4 -7

definire di “iper democrazia”, sostenendo l’inutilità degli intermediari “classici” nel funzionamento dei mercati finanziari e promuovendo forme organizzative come le *Decentralized Autonomous Organization* (DAO)⁶. Vi sono, quindi, valide ragioni per ritenere che all’interno della regolamentazione di questo settore vi saranno presto dei “sotto-settori”. Fra questi, quelli che attireranno le più importanti istanze regolamentari saranno, con molta probabilità, (1) quello della *Institutional DeFi*, che si occuperà dei presidi regolamentari e organizzativi con riferimento all’operatività degli intermediari finanziari tradizionali in questo settore e (2) quello della “DeFi pura”, che punterà, con modalità ancora da definire, a regolare l’offerta di servizi in crypto-attività da parte di entità autonome decentralizzate⁷.

Sembra che il regolatore europeo cerchi proprio di sostenere l’*Institutional DeFi*. Senza timore di smentita, si potrebbe addirittura affermare che l’Europa abbia volutamente *preparato il campo* per l’entrata in questo settore degli intermediari finanziari tradizionali. Prova di ciò si rinviene dall’analisi del Regolamento MICA (o MICAR)⁸ all’interno del quale la “promozione” di una sorta di istituzionalizzazione di questo settore si può individuare in almeno due aspetti: (1) il rafforzamento dei presidi di base affinché gli intermediari finanziari istituzioni possano anche solo “avvicinarsi” a questo settore; nonché (2) la previsione di specifiche attività “riservate” in modo particolare agli intermediari finanziari tradizionali.

Nel primo gruppo rientrano le norme in materia di antiriciclaggio, lotta al finanziamento del terrorismo e alle manipolazioni del mercato. Nel secondo, invece,

⁶ Si noti che nelle DAO la funzione di “intermediario” si nega persino ai gestori stessi dell’organizzazione, sia questa imprenditoriale o meno. Per approfondimenti sul punto sia permesso il rinvio a LENER R. e FURNARI S. L., *Prime riflessioni su DAO e principi generali del diritto dell’impresa*, in Rivista di diritto privato, 3, 2022.

⁷ ZETZSCHE D., BUCKLEY R., ARNER D. e VAN EK, M., *Remaining Regulatory Challenges in Digital Finance and Crypto-Assets after MiCA*, Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON), Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, UNSW Law Research Paper No. 23-27, Luxembourg, 2023

⁸ Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle crypto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937

è possibile inserire le norme in materia di offerta di token collegati ad attività (c.d. *asset-referenced token*) e di token di moneta elettronica (c.d. *electronic money token*) insieme alle esenzioni previste a favore delle imprese di investimento in riferimento all'offerta di servizi relativi a cripto-attività.

3. Il settore delle cripto-attività, nonostante il suo potenziale di crescita e innovazione, presenta ancora significativi rischi e sfide che, dalla sua nascita, hanno spaventato particolarmente gli investitori istituzionali. La volatilità del mercato, la mancanza di chiarezza normativa, le preoccupazioni per la cyber-sicurezza, i potenziali rischi di riciclaggio e la inapplicabilità delle norme in materia di manipolazione dei mercati hanno sempre reso questo settore un'arena pericolosa cui “partecipare” senza mettere a rischio la sana e prudente gestione o i principi di *best execution* che presiedono allo svolgimento delle attività degli intermediari finanziari istituzionali. Lo stadio relativamente nascente dell'industria, unito ai limitati dati storici e a un non completo sviluppo di sicure *best practices* ha contribuito a favorire la descritta esitazione.

Il legislatore europeo ha provato a superare siffatte critiche con l'approvazione del MiCAR, nuovo quadro normativo per la supervisione dell'industria delle cripto-attività. Il MiCAR, infatti, crea le basi per permettere la partecipazione dei soggetti istituzionali grazie a nuove regole che promuovono la trasparenza, proteggono gli investitori e mirano al mantenimento della stabilità finanziaria anche in questo settore. Ciò avviene, a livello generale, attraverso l'introduzione di requisiti autorizzativi per gli operatori del settore, di regole di trasparenza e *disclosure*, e, soprattutto, di nuove regole contro la manipolazione del mercato e il riciclaggio di denaro. Proprio quest'ultimi rischi sono stati, da sempre, i maggiori ostacoli che hanno impedito l'ingresso degli investitori istituzionali in questo settore.

La regolamentazione in materia di antiriciclaggio, in particolare, è stata la

prima normativa europea che si è occupata delle cripto-attività⁹. La quinta direttiva antiriciclaggio¹⁰ ha, infatti, modificato la Direttiva (UE) 2015/849¹¹ (quarta direttiva antiriciclaggio) introducendo la definizione di “valuta virtuale”. Come l’impiego della terminologia “valuta virtuale” anziché “cripto-attività” lascia presagire, la definizione inizialmente introdotta è stata volutamente ampia e capace di generare dubbi interpretativi. Ai sensi dell’art. 3 della Direttiva (UE) 2015/849, come da ultimo modificata, si definisce “valuta virtuale” la «rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente»¹².

Dalla lettura della definizione è possibile, in primo luogo, notare come non vi siano riferimenti agli elementi su cui una cripto-attività basa il proprio funzionamento (ovvero la DLT, gli *smart contract* e i *token* né, soprattutto, alle diverse categorie di cripto-attività esistenti). Ciò amplia potenzialmente il novero dei *valori digitalmente*

⁹ In argomento: PERNICE C., Pernice C., *Crittovalute e Bitcoin* in Fimmanò F. e Falcone G. (a cura di), *Fintech*, Napoli, 2019, p. 533-535; RUBINO DE RITIS M., *La moneta digitale complementare: modelli convenzionali di adempimento in criptomonete e prospettive per il Sud*, in Fimmanò F. e Falcone G. (a cura di), *Fintech*, Napoli, 2019 p. 543-544; ANNUNZIATA F., CONSO A. *et al*, *NFT. L’arte e il suo doppio*, Milano, 2021, p. 101 – 106; PASSARETTA M., *La nuova disciplina antiriciclaggio: tra sistemi di pagamento innovativi e nuove forme di finanziamento alle imprese*, in FIMMANÒ F. e FALCONE G. (a cura di), *Fintech*, Napoli, 2019, p. 463-489.

¹⁰ Direttiva (UE) 2018/843 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2018, che modifica la direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che modifica le direttive 2009/138/CE e 2013/36/UE.

¹¹ Direttiva (UE) 2015/849 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2015, relativa alla prevenzione dell’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e la direttiva 2006/70/CE della Commissione.

¹² La definizione in lingua inglese recepita all’interno della quarta direttiva antiriciclaggio recita precisamente «“*virtual currencies*” means a digital representation of value that is not issued or guaranteed by a central bank or a public authority, is not necessarily attached to a legally established currency and does not possess a legal status of currency or money, but is accepted by natural or legal persons as a means of exchange and which can be transferred, stored and traded electronically».

rappresentati che potrebbero rientrare in questa definizione, in linea con lo scopo del legislatore di arginare, quanto più possibile i pericoli di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo. È noto, infatti, che le cripto-attività più utilizzate riescono a garantire una sorta di “pseudo-anonimato” (valorizzato, dai primi utilizzatori, alla stregua di un vero e proprio anonimato), tale da rendere le transazioni in cripto-attività difficilmente ricollegabili al soggetto che le effettua. Ciò è stato ritenuto giustificazione sufficiente per introdurre una definizione volutamente (forse eccessivamente) ampia¹³.

In linea con gli scopi perseguiti, la disciplina antiriciclaggio impone, poi, specifici obblighi anche ai soggetti che prestano al pubblico due specifici servizi aventi per oggetto valute virtuali. Ai sensi dell’art. 2, comma 1, n. 3, lett. g) e h) della Direttiva in discorso, questa si applica agli *exchange* di valute virtuali, definiti precisamente come i «prestatori di servizi la cui attività consiste nella fornitura di servizi di cambio tra valute virtuali e valute aventi corso forzoso», nonché ai “*prestatori di servizi di portafoglio digitale*”, definiti come «soggett[i] che fornisc[ono] servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali»¹⁴.

Al di là delle critiche per i dubbi interpretativi generati dall’eccesso di genericità (almeno della definizione di valuta virtuale¹⁵), la normativa antiriciclaggio

¹³ Ciò nonostante, all’interno di questo settore sono sempre di più le aziende che offrono dei servizi di c.d. *blockchain forensics* con i quali, grazie alla trasparenza delle DLT, è possibile tracciare tutti i movimenti effettuati da una specifica cripto-attività o da uno specifico *wallet* allo scopo di riconoscere l’eventuale provenienza illecita dei fondi movimentati.

¹⁴ Definizione introdotta dall’art. 1, della Direttiva (UE) 2018/843 nella Direttiva (UE) 2015/849. La definizione in lingua inglese recita «“custodian wallet provider” means an entity that provides services to safeguard private cryptographic keys on behalf of its customers, to hold, store and transfer virtual currencies».

¹⁵ Il legislatore europeo sembra aver compreso questa problematica tanto che fra le modifiche attese alla disciplina in materia di antiriciclaggio annunciate con la proposta di riforma della Commissione Europea del 20 luglio 2021 sembrerebbe esserci anche l’abrogazione della definizione di valuta virtuale e la sua sostituzione con un riferimento alla definizione di cripto-attività contenuta all’interno del Regolamento MiCA. In argomento si veda MINTO A., *Riflessioni sull’applicabilità della disciplina antiriciclaggio ai Non-Fungible Tokens (“NFT”)*, Rivista di Diritto Bancario, I, 2023, p. 52-54.

ha indubbiamente avuto l’importante merito di aver dato riconoscimento alle cripto-attività e ai soggetti che su di esse operano¹⁶.

Il MiCAR contribuisce a rafforzare la disciplina preventiva del riciclaggio prevedendo obblighi pregnanti in capo sia ai c.d. *cripto-asset service provider* (CASP) che agli emittenti, ai quali è richiesta l’attuazione di robuste politiche e procedure antiriciclaggio. Fra gli obblighi che rientrano in questa categoria di cui è disseminato il MiCAR è possibile segnalare, ad esempio, l’articolo 18, comma 2, del MiCAR che, alla lett. (g) richiede agli emittenti *di asset-referenced token* che hanno accordi con i CASP di fornire «una descrizione dei loro meccanismi e delle loro procedure di controllo interno per garantire il rispetto degli obblighi in materia di prevenzione del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo a norma della direttiva (UE) 2015/849».

Significative sono anche le norme di cui all’artt. 24, comma 1, lett. g e 64, comma 1, lett. f, secondo cui la possibilità che l’attività, rispettivamente, dell’emittente o del CASP, comporti un grave rischio di riciclaggio di denaro e/o di finanziamento del terrorismo, costituisce una delle ragioni che giustifica la revoca dell’autorizzazione a emettere *asset-referenced token* o a prestare servizi relativi a cripto-attività.

Infine, il pieno rispetto della normativa antiriciclaggio è particolarmente rilevante nella valutazione della reputazione e dei requisiti di idoneità e adeguatezza dei membri dell’organo amministrativo e degli azionisti degli emittenti di *asset-referenced token* e dei CASP.

4. Per quanto riguarda le regole in materia abusi di mercato, si potrebbe dire che il legislatore europeo ha così tanto voluto favorire l’ingresso degli investitori

¹⁶ Al riguardo, come sottolineato in ANNUNZIATA F., CONSO A. *et al*, cit., p. 103, il Considerando n. 8 della Direttiva (UE) 2018/843 in realtà riconosce il valore “sociale” delle cripto-attività e della tecnologia DLT, affermando che l’approccio adottato con questa normativa contribuirebbe a salvaguardare «i progressi tecnici e l’elevato livello di trasparenza raggiunto in materia di finanziamenti alternativi e imprenditorialità sociale».

istituzionali da aver esteso regole che, prima del MiCAR, erano esclusivamente esistenti nel settore finanziario a strumenti che non sono strumenti finanziari per definizione¹⁷.

In particolare, secondo il legislatore europeo, sarebbe eccessivo imporre a chi opera in questo settore tutti gli obblighi previsti nel Regolamento (UE) N. 596/2014 (*Market Abuse Regulation* o MAR)¹⁸. Ciò viene spiegato all'interno del Considerando 95 del MiCAR, in cui è possibile leggere che «È importante garantire la fiducia nei mercati delle cripto-attività e l'integrità di tali mercati. È pertanto necessario stabilire norme volte a scoraggiare gli abusi di mercato per le cripto-attività ammesse alla negoziazione. Tuttavia, poiché gli emittenti di cripto-attività e i prestatori di servizi per le cripto-attività sono molto spesso PMI, sarebbe sproporzionato applicare loro tutte le disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio (21).» In realtà, pur perseguendo lo scopo di favorire la maggior "sicurezza" dell'intero settore, il legislatore non considera che la tecnologia blockchain può essere un valido strumento per ridurre i rischi di manipolazione del mercato, introducendo, invece, regole ad hoc nel suo Titolo VI, dagli artt. 86 a 92. Vi è da considerare che gli investitori istituzionali gestiscono, nella maggior parte dei casi, valori che, direttamente o indirettamente, sono riferibili a investitori *retail*. Da qui l'importanza di partecipare a un mercato "sicuro" anche per quanto riguarda il rischio di abusi di mercato.

Gli artt. da 87 a 90 del MiCAR prevedono norme in materia di informazioni privilegiate, stabilendo, senza richiami alla normativa del MAR, cosa si intende per informazioni privilegiate (art. 87), imponendone la comunicazione al pubblico (art. 88) nonché vietandone l'abuso (art. 89) o l'illecita divulgazione (art. 90). Le norme

¹⁷ Si ricorda, infatti, che il MiCAR trova specificamente applicazione alle sole cripto-attività che non rientrino, altresì, nella definizione di strumento finanziario prevista dalla MiFID.

¹⁸ Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione

relative al divieto di manipolazione del mercato sono, invece, contenute in un unico articolo (art. 91), a segnalare quanto il legislatore abbia *miniaturizzato* il MAR pur di renderlo applicabile al settore delle cripto-attività.

Così come previsto per le norme in materia di riciclaggio, inserite all’interno del MiCAR è possibile trovare regole che impongono ai prestatori di servizi di cripto-attività la creazione di strutture organizzative volte a monitorare la possibile presenza di comportamenti scorretti.

5. Il Titolo III del Regolamento (artt. 16-47), è dedicato agli offerenti di *asset-referenced token*, ovvero cripto-attività della categoria delle *stablecoin*¹⁹ il cui valore dipende da altri valori o diritti o da una combinazione di questi, incluse monete aventi corso legale, che non possono essere qualificate già come moneta elettronica ai sensi del diritto europeo. Considerata la preoccupazione che l’offerta di queste cripto-attività possa costituire un “nemico” della moneta avente corso legale, la disciplina dell’offerta al pubblico è caratterizzata da procedure autorizzative che vedono il coinvolgimento di più autorità nonché dalla possibilità di vietarne l’offerta qualora questa possa minacciare la stabilità finanziaria o i principi di sovranità monetaria.

Quanto detto in merito all’intenzione di regolare gli emittenti di *asset-referenced token* alla stregua di intermediari finanziari tradizionali emerge con particolare evidenza dalle regole che riguardano la procedura di autorizzazione nonché dalle altre regole organizzative.

In particolare, dall’invio della istanza di autorizzazione l’autorità competente del singolo Stato membro ha venticinque giorni per confermare la completezza delle informazioni ricevute. Dallo stesso termine decorre anche quello di sessanta giorni

¹⁹ Per maggiori dettagli sulle *stablecoin* e sulla loro classificazione si rimanda a FURNARI S. L. e LENER R. A., *Contributo alla qualificazione giuridica dell’offerta al pubblico di Utility Token (anche) alla luce della proposta di Regolamento Europeo sulle cripto-attività*, in Bocconi Legal Papers, n. 16, 2021, p. 67-77

per rilasciare, si badi bene, non l'autorizzazione ma solo una prima "bozza" di autorizzazione, la quale dovrà già contenere una adeguata motivazione relativamente al rifiuto o all'accoglimento dell'istanza autorizzativa. Questa previsione lascia intendere l'evidente attenzione del Regolamento MiCA per gli effetti sui mercati e, in particolare, sulla sovranità monetaria, che potrebbero essere causati dall'emissione di *asset-referenced token*. La «bozza» viene notificata anche all'EBA, all'ESMA e alla Banca Centrale Europea le quali, entro venti giorni dalla ricezione, dovranno emanare un parere non vincolante da trasmettere all'autorità competente.

Una volta ricevuto il parere, l'autorità competente avrà ancora venticinque giorni per prendere una decisione sull'autorizzazione. Trascorso questo termine, la decisione in merito all'istanza di autorizzazione dovrà essere comunicata entro cinque giorni all'offerente. L'accoglimento dell'istanza di autorizzazione implica che anche il *white paper* debba considerarsi automaticamente approvato.

L'autorizzazione può essere negata, oltre che per inadeguatezza organizzativa, anche nel caso in cui il *business model* dell'esponente costituisca una minaccia alla stabilità finanziaria o metta in discussione i principi di sovranità delle monete aventi corso legale²⁰.

Come detto, il MiCAR prevede per gli emittenti di *asset-referenced token* una disciplina molto simile a quella prevista per gli intermediari finanziari tradizionali. Si prevede, infatti, che l'ottenimento dell'autorizzazione sia subordinato al possesso di una struttura organizzativa adeguata, di un piano delle attività e di procedure per la gestione degli eventuali reclami. Particolari requisiti richiede poi la *governance* dell'offerente, oltre ad essere richiesta piena *disclosure* circa i soggetti che detengono più del 20% del capitale dell'offerente (o che in altro modo ne esercitano il controllo).

²⁰ Una volta concessa, ai sensi dell'art. 24, l'autorizzazione può essere revocata in caso di: non utilizzo per un periodo superiore a sei mesi; rinuncia; venir meno delle condizioni che ne avevano consentito il rilascio; violazione della normativa applicabile; sottoposizione a una procedura di liquidazione oppure qualora l'attività dell'emittente rappresenti un rischio all'integrità dei mercati, alla stabilità finanziaria, al funzionamento dei sistemi di pagamento o ai presidi contro il riciclaggio di denaro o di finanziamento del terrorismo.

Infine, gli amministratori dell'emittente devono possedere requisiti di onorabilità e competenza non dissimili da quelli previsti per gli istituti di credito o per gli intermediari finanziari. Obblighi rafforzati sono poi previsti in merito alla gestione dei conflitti di interesse (art. 32), alle informazioni da fornire ai detentori dei *token* (le quali, ai sensi dell'art. 30, devono essere continuative, almeno con riferimento al valore degli asset di riferimento), alla gestione dei reclami (art. 31), ai meccanismi di *governance* (art. 34) e alla disciplina dei fondi propri (art. 35). Su quest'ultimo aspetto, il Regolamento MiCA prevede che ogni offerente debba avere fondi propri pari ad almeno 350.000 euro, oppure, se maggiore, al 2% della media del valore delle proprie riserve calcolate nei sei mesi precedenti o al 25% dei costi dell'anno precedente²¹.

L'acquisto di partecipazioni nel capitale degli emittenti di *asset-referenced token* che superino determinate soglie, va comunicato all'autorità amministrative che ha il potere di impedire l'operazione nel caso in cui la valutazione del potenziale acquirente si concluda con un giudizio negativo. Nelle proprie valutazioni, le autorità competenti dovranno tener conto, *inter alia*, della reputazione del potenziale acquirente o dei soggetti che lo gestiscono, della sua capacità finanziaria, della possibilità di rispettare le norme previste dal Regolamento MiCA, nonché del rischio di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo.

Ai sensi dell'art. 47 del Regolamento MiCA, l'offerente deve elaborare e mantenere costantemente aggiornato un piano di rimborso che preveda le modalità (anche contrattuali) con le quali si possa addivenire alla vendita degli *asset* allocati nelle riserve così da rimborsare i *tokenholder* di *asset-referenced token*. Questa norma, in verità, riveste particolare importanza, considerata la natura pressoché irreversibile delle operazioni che hanno per oggetto cripto-attività. Noti sono, infatti, i casi di cronaca in cui alla scomparsa del soggetto responsabile della custodia di

²¹ Le autorità competenti possono incrementare o diminuire questo valore sulla base di una serie di indicatori elencati, nello specifico, al comma 3 dell'art. 35.

determinate cripto-attività sia seguita anche la perdita irreversibile delle stesse.

La disciplina dell'offerta degli *asset-referenced token* ricalca per grandi linee quella prevista per le cripto-attività "generiche", sebbene alla stessa si aggiungano sia una procedura autorizzativa²² che una *disclosure* informativa decisamente più esigente²³. Il contenuto del *white paper* per l'offerta di *asset-referenced token* ricalca quanto previsto dall'art. 6 del Regolamento MiCA per le cripto-attività "generiche". Vi sono però delle informazioni aggiuntive che devono essere pubblicate dall'emittente di *asset-referenced token*, elencate in maniera dettagliata all'Allegato II²⁴. Fra queste meritano di essere menzionate le indicazioni che l'emittente deve fornire in merito alle riserve di *asset* sui quali si basa il valore degli *asset-referenced token* emessi, sulla loro custodia o sulla loro politica di investimento, nonché quelle relative ai diritti che i detentori di *asset-referenced token* potrebbero esercitare nei confronti degli *asset* detenuti dall'emittente.

Si vede così come agli emittenti di *asset-referenced token* si applichi una disciplina molto simile (se non identica) a quella prevista per gli intermediari tradizionali.

Norme più rigide rispetto a quelle previste dal Titolo II per l'emissione di cripto-attività generiche sembrano essere giustificate dalla particolare tipologia di cripto-attività costituita dagli *asset-referenced token*. Al riguardo sembra utile segnalare alcuni aspetti di particolare rilevanza. In primo luogo, per evitare commistioni con l'attività bancaria, ai sensi dell'art. 40 del Regolamento MiCA, gli emittenti non possono remunerare tramite il pagamento di un interesse i soggetti

²² La previsione della preventiva autorizzazione dell'offerta di *asset-referenced token* è stabilita all'art. 16 del Regolamento MiCA. L'autorizzazione è valida per tutto il territorio dell'Unione Europea e permetterà all'offerente sia di offrire al pubblico i propri *asset-referenced token*, sia di chiederne l'ammissione alla negoziazione in una apposita piattaforma.

²³ L'art. 18 definisce le informazioni da fornire per la richiesta di autorizzazione. Fra queste, particolare menzione merita, in primo luogo, il requisito di cui alla lett. e) dell'art. 16, comma 2, ovvero un parere legale circa il fatto che gli *asset-referenced token* offerti non si qualificano moneta elettronica o come una delle altre cripto-attività esenti ai sensi dell'art. 2, comma 4, del Regolamento MiCA.

²⁴ Infatti, il contenuto del *white paper* per gli offerenti questa categoria di token deve contenere non solo tutte le informazioni di cui all'Allegato I al Regolamento MiCA, ma anche quelle dell'Allegato II.

che detengono *asset-referenced token* per un determinato periodo di tempo. Con riferimento, poi, ai diritti conferiti dai *token*, si intravede l'importanza che il legislatore attribuisce all'evitare che una *stablecoin* perda improvvisamente valore (i.e. non ricalchi più il valore della moneta avente corso legale presa a riferimento) mettendo così a rischio la stabilità del mercato. Se, infatti, nel testo della proposta di Regolamento MiCA l'emittente poteva decidere se conferire o meno un diritto di rimborso o di credito ai *tokenholder*, il nuovo testo dell'art. 39 ora impone che l'emittente conferisca questo diritto. Per fare ciò, l'emittente è tenuto a definire e pubblicare una precisa *policy* che riguardi le modalità di esercizio di questo diritto di conversione. Chiaro scopo di questa disposizione, così come ulteriormente rafforzata nell'ultima versione, è garantire la stabilizzazione del valore degli *asset-referenced token* messi in circolazione per limitare i rischi di c.d. “*bank run*”. Sempre in linea con questo obiettivo, a tutela dei *tokenholder* (e più in generale della stabilità finanziaria), il Regolamento MiCA stabilisce altresì che l'eventuale richiesta di rimborso non può essere soggetta al pagamento di alcuna commissione.

Ulteriori previsioni assicurano l'esistenza degli asset in cambio dei quali viene emesso ogni *asset-referenced token*. Il Regolamento, infatti, assicura il mantenimento di apposite riserve, le quali devono essere di tante categorie quante sono le tipologie di *asset-referenced token* offerte al pubblico. Sul punto, l'offerente dovrà assicurarsi che la creazione o la soppressione di *asset-referenced token* sia sempre bilanciata dal dovuto incremento o decremento delle riserve. L'offerente dovrà anche aver adottato una corretta *policy* di stabilizzazione del valore degli *asset-referenced token* messi in circolazione, la quale dovrà altresì riguardare la custodia delle riserve nonché la loro separazione dal patrimonio dell'offerente.

Così come visto per l'offerta al pubblico di *utility token*, la custodia degli asset che costituiscono le riserve è affidata a due diversi soggetti. Ai prestatori di servizi di custodia di cripto-attività è riservata la custodia di asset nella forma di cripto-attività.

Agli istituti di credito è affidata la custodia delle altre tipologie di asset, mentre la custodia degli eventuali strumenti finanziari detenuti come riserve può essere affidato a imprese di investimento. La norma mira ad assicurarsi che i “custodi” siano scelti fra soggetti con comprovata esperienza nel settore, che il rapporto sia regolato da un contratto scritto e che questi agiscano in linea con gli obblighi di correttezza che lo stesso Regolamento MiCA prevede. I beni costituenti le riserve possono anche essere investiti in altre attività, ma esclusivamente nel rispetto di specifiche *policy* di investimento e nel rispetto degli altri requisiti di dettaglio precisati nell’art. 38 del Regolamento MiCA.

Infine, il Regolamento MiCA dedica gli artt. 43-45 a quelli che vengono definiti *asset-referenced token significativi*²⁵, imponendo obblighi aggiuntivi agli emittenti. Con queste norme si tende ad assicurare che la gestione dell’offerta di queste cripto-attività sia *qualitativamente superiore* rispetto alle altre, proprio in virtù degli effetti *sistemici* che potrebbero essere causati da una gestione non corretta.

Come visto, la normativa in materia di *asset-referenced token* è particolarmente “impegnativa”. Al riguardo viene proprio da chiedersi come possa una PMI²⁶ avere una struttura organizzativa idonea a farsi carico di obblighi e procedure. La risposta è che questi obblighi non sono pensati per essere rispettati dalle PMI ma dagli intermediari finanziari tradizionali come gli enti creditizi o da soggetti che abbiano la capacità di costituire una struttura che sia allo stesso livello di un ente creditizio. Le motivazioni di questa scelta legislativa sono evidenti e vanno ricercate nella volontà di riservare (direttamente o indirettamente) a questa tipologia di intermediari attività così delicate per la stabilità finanziaria come quelle previste

²⁵ Ai sensi dell’art. 43, l’EBA ha il compito di classificare un *asset-referenced token* come significativo sulla base di criteri che siano sintomatici dell’importanza del suo utilizzo (*inter alia* numero di utilizzatori superiore a 10 milioni di euro, valore delle cripto-attività o delle rispettive riserve superiore a 5 miliardi, significatività dell’attività transfrontaliera) nonché della sua *interconnessione* con il sistema finanziario o del fatto che l’emittente offra anche un solo servizio in cripto-attività.

²⁶ Per pronto riferimento si veda il Considerando 95 già riportato.

per l’emissione di *asset-referenced token*. A conferma di ciò basti menzionare l’art. 16 del MiCAR secondo cui gli enti creditizi che rispettano i requisiti previsti dall’art. 17 possono emettere *asset-referenced token* senza bisogno di preventiva autorizzazione.

6. Se si guarda al Titolo IV del Regolamento (artt. 48-59), ci si avvede di come la disciplina dell’offerta di *e-money token* è apparentemente meno stringente di quella degli offerenti *asset-referenced token*. Ciò sembra giustificabile principalmente in base alla diversa natura del sottostante delle cripto-attività oggetto di offerta nonché in relazione ai soggetti che possono svolgere questa attività. E infatti, rispetto agli *asset-referenced token*, il valore degli *electronic-money token* dipende esclusivamente dal valore di una moneta avente corso legale presa a riferimento.

Anche all’offerta di *e-money token* si applicano le esenzioni sull’ammontare dell’offerta e sui detentori applicabili alle offerte di *asset-referenced token*, esenzione che esime dalla procedura autorizzativa ma non dall’obbligo di pubblicazione del *white paper*. Inoltre, i detentori di *e-money token* possono sempre chiedere la restituzione di quanto versato in moneta avente corso legale in cambio della restituzione degli *e-money token* detenuti. Gli *e-money token* non possono essere emessi per un valore diverso da quello della moneta avente corso legale che rappresentano. Nonostante ciò, come previsto dall’art. 50, si applica anche in questo caso il divieto di prevedere interessi a favore dei detentori di questa tipologia di cripto-attività. L’EBA conserva il potere di classificare come significativi alcuni *e-money token* sulla base di una disciplina molto simile a quella prevista per gli *asset-referenced token*. Valgono, poi, per le offerte di *e-money token* sostanzialmente le stesse norme già descritte per gli *asset-referenced token* in materia di forma e contenuto del *white paper*²⁷, responsabilità per il suo contenuto (art. 52) e comunicazioni promozionali (art. 53).

²⁷ Si veda, in particolare, l’art. 51, che rimanda allo schema informativo delineato dall’Allegato III alla Regolamento MiCA.

Così come espressamente stabilito dall'art. 48 del MiCAR, gli *electronic-money token* sono da considerarsi a tutti gli effetti moneta elettronica, ai sensi della Direttiva 2009/110/EC, seppure ne costituiscano la versione *tokenizzata*. Proprio in virtù di questa *identità* con la moneta elettronica, le offerte al pubblico di *e-money token* sono consentite esclusivamente a istituti di credito e istituti di moneta elettronica, ai quali è comunque richiesta la pubblicazione di un *white paper*²⁸.

7. A completamento delle norme a favore del fenomeno qui definito *Istituzional DeFi*, non si possono non citare le norme del MiCAR che a favore degli enti creditizi prevedono una procedura semplificata per la prestazione di tutte le tipologie di servizi per le crypto-attività (art. 60, comma 1), i quali, prendendo anche qui spunto dalla disciplina classica dei servizi finanziari, includono: (i) prestazione di custodia e amministrazione di crypto-attività per conto di clienti; (ii) gestione di una piattaforma di negoziazione di crypto-attività (cd. *exchange*); (iii) scambio di crypto-attività con fondi; (iv) scambio di crypto-attività con altre crypto-attività; (v) esecuzione di ordini di crypto-attività per conto di clienti; (vi) collocamento di crypto-attività; (vii) ricezione e trasmissione di ordini di crypto-attività per conto di clienti; (viii) prestazione di consulenza sulle crypto-attività; (ix) prestazione di gestione di portafoglio sulle crypto-attività; (x) prestazione di servizi di trasferimento di crypto-attività per conto dei clienti.

Lo stesso è vero per i depositari centrali, ai sensi del successivo comma 2, ma solo con riferimento allo specifico servizio di custodia e amministrazione di crypto-attività.

Nel novero degli intermediari finanziari istituzionali facilitati nell'entrata nel settore delle crypto-attività, in questo caso, non vi sono solo gli enti creditizi o gli

²⁸ L'art. 43, comma 1, specifica, comunque, che con il consenso scritto dell'emittente l'offerta al pubblico o l'ammissione alle negoziazioni di *e-money token* può essere effettuata a cura di soggetti diversi dall'emittente, purché vengano rispettati gli artt. 50 (Divieto di corrispondere interessi) e 53 (Comunicazioni promozionali).

istituti di moneta elettronica ma anche le imprese di investimento. Ai sensi del comma 3 dell’art. 60, infatti, le imprese di investimento godono di una procedura semplificata qualora siano già autorizzate a prestare servizi cd. equivalenti così come specificamente dettagliato dall’art. 60, comma 3, secondo paragrafo²⁹. Ciò significa che, una impresa di investimento autorizzata ad offrire il servizio di ricezione e trasmissioni di ordini, grazie al MiCAR potrà essere, effettuando una semplice comunicazioni, autorizzata anche ad offrire il servizio di ricezione e trasmissione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti.

Quando detto vale anche per le società di gestione del risparmio che, sempre grazie alla medesima procedura semplificata possono svolgere le attività di gestione di portafogli per cripto-attività nonché per gli istituti di moneta elettronica e i gestori di mercati che possono svolgere, rispettivamente, il servizio di custodia e amministrazione di cripto-attività e quello di trasferimento di cripto-attività per conto

²⁹ L’art. 60, comma 3, secondo paragrafo, del MiCAR recita precisamente: «Ai fini del presente paragrafo:

- a) la prestazione di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto dei clienti sono considerate equivalenti al servizio accessorio di cui alla sezione B, punto 1, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE;
- b) la gestione di una piattaforma di negoziazione di cripto-attività è considerata equivalente alla gestione di un sistema multilaterale di negoziazione e alla gestione di un sistema organizzato di negoziazione di cui alla sezione A, punti 8 e 9, rispettivamente, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE;
- c) lo scambio di cripto-attività con fondi e altre cripto-attività è considerato equivalente alla negoziazione per conto proprio di cui alla sezione A, punto 3, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE;
- d) l’esecuzione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti è considerata equivalente all’esecuzione di ordini per conto dei clienti di cui alla sezione A, punto 2, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE;
- e) il collocamento di cripto-attività è considerato equivalente all’assunzione a fermo o al collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile nonché al collocamento di strumenti finanziari senza impegno irrevocabile di cui alla sezione A, punti 6 e 7, rispettivamente, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE;
- f) la ricezione e trasmissione di ordini di cripto-attività per conto dei clienti è considerata equivalente alla ricezione e trasmissione di ordini riguardanti uno o più strumenti finanziari di cui alla sezione A, punto 1, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE;
- g) la prestazione di consulenza sulle cripto-attività è considerata equivalente alla consulenza in materia di investimenti di cui alla sezione A, punto 5, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE;
- h) la gestione di portafogli di cripto-attività è considerata equivalente alla gestione di portafogli di cui alla sezione A, punto 4, dell’allegato I alla direttiva 2014/65/UE.»

dei clienti in relazione ai token di moneta elettronica emessi e, per i gestori, il servizio di gestione di piattaforme di negoziazione di cripto-attività.

8. Il Regolamento MiCA rappresenta un chiaro tentativo del legislatore europeo di abbattere le barriere che rendevano impossibile la nascita del fenomeno che abbiamo chiamato “*Institutional DeFi*”. Il quadro normativo sembra essere orientato a migliorare la protezione degli investitori e la trasparenza del mercato, incoraggiando così una maggiore partecipazione anche degli investitori istituzionali. Il MiCAR è un passaggio importante per colmare il divario tra l'industria delle cripto-attività e il mercato finanziario tradizionale. La partecipazione al mercato da parte degli investitori istituzionali, infatti, è vista di buon grado da tutti i partecipanti al mercato, in quanto utile a favorire la tanto desiderata *mass adoption*.

Particolarmente indicativo, in questo senso, è lo sforzo per trovare uno spazio specifico (se non addirittura esclusivo) per gli intermediari finanziari tradizionali, fra cui naturalmente gli istituti bancari e quelli di pagamento. Il regolamento MICA reca, infatti, una chiara disciplina di favore per gli intermediari tradizionali, per i vantaggi, in termini autorizzativi, di cui essi possono godere³⁰.

La valutazione che sta al fondo di MICAR è che il settore degli asset crittografici sia al momento troppo “libero”. Come precisato nel *Considerando 5*, infatti, «l’assenza di un quadro generale dell’Unione per i mercati delle cripto-attività può portare gli utenti a non avere fiducia in tali attività, il che potrebbe rappresentare un notevole ostacolo allo sviluppo di un mercato delle cripto-attività e condurre alla perdita di opportunità in termini di servizi digitali innovativi, strumenti di pagamento alternativi o nuove fonti di finanziamento per le imprese dell’Unione».

³⁰ Da questo punto di vista esso è quindi complementare alle possibili previsioni contenute sul Regolamento sull'Euro Digitale le quali, invece, sembrerebbero puntare a levare opportunità di business ai soggetti istituzionali con particolare riferimento agli istituti creditizi. In argomento si rimanda a FURNARI S. L., SCHETTINI D., *Euro digitale: primi commenti alla Proposta di Regolamento. Tra innovazione tecnologia e adozione di massa*, dirittobancario.it. Approfondimenti, luglio 2023

Non si può, però, non osservare come il legislatore non tenga conto dei vantaggi di questa tecnologia. Ciò sebbene, proprio nei *Considerando*, lo stesso legislatore riconosca che l'uso della *blockchain* può abbassare i costi relativi all'offerta di servizi finanziari affermando, nel *Considerando 2*, che «grazie alla semplificazione dei processi di raccolta di capitali e al rafforzamento della concorrenza, le offerte di crypto-attività potrebbero rappresentare un approccio innovativo e inclusivo al finanziamento, anche per le piccole e medie imprese (PMI). Se utilizzate come mezzo di pagamento, le crypto-attività possono offrire opportunità in termini di pagamenti più economici, più veloci e più efficienti, in particolare su base transfrontaliera, in quanto limitano il numero di intermediari».

Se una regolamentazione così *forte e tradizionalista* è sicuramente giustificata dal bisogno di tutela degli investitori, l'auspicio è comunque che, una volta che si saranno consolidate *best practice* idonee a rendere il mercato, nel complesso, più sicuro, questa regolamentazione venga rivista per alleggerire il carico di adempimenti burocratici e fare sì che, effettivamente, anche le piccole e medie imprese possano accedere, in sicurezza, alle nuove tecnologie.

Raffaele Lener

Ordinario di Diritto dell'economia

nell'Università degli Studi di Roma Tor Vergata

Salvatore Luciano Furnari

Dottorando di ricerca

nell'Università di Roma Tor Vergata