

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

LUGLIO / SETTEMBRE

2024

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

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

COMITATO DI DIREZIONE

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

COMITATO SCIENTIFICO

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

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
GIULIA TERRANOVA, VERONICA ZERBA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

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

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

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

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

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista
di Diritto Bancario | dottrina
e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

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

La regolamentazione delle cripto-attività tra Decreto *Fintech* e regolamento *MiCA*

SOMMARIO: 1. Il fenomeno delle cripto-attività e la necessità di un intervento legislativo. – 2. Il perimetro di applicazione del decreto *Fintech* e del regolamento *MiCA*. – 3. Il decreto *Fintech* e il nuovo sistema di gestione degli strumenti finanziari fondato sulla tecnologia a registro distribuito. – 4. I tratti peculiari del regolamento *MiCA*: luci e ombre. – 5. Conclusioni.

1. Il fenomeno delle cripto-attività e la necessità di un intervento legislativo

Le cripto-attività hanno rivoluzionato il panorama finanziario globale, suscitando un interesse senza precedenti da parte di investitori, istituzioni finanziarie e governi, ma sollevando anche questioni in termini di regolamentazione, di sicurezza e di integrazione nell'economia globale.

Le cripto-attività, infatti, rappresentano un cambiamento significativo nel modo in cui si concepisce e gestisce il valore economico poiché sono basate su tecnologie a registro distribuito che consentono la rappresentazione e il trasferimento di valore in forma digitale, senza la necessità di intermediari centrali.

Esse non sono riconducibili ad una categoria unitaria se non, appunto, per la loro caratteristica di esistere unicamente all'interno di una tecnologia a registro distribuito (*Distributed Ledger Technology – DLT*)¹ o in una tecnologia simile. Esse possono avere una veste giuridica propria (*asset-referenced token, e-money token, utility token, non-fungible token, security token*), assumere

¹ Il Regolamento UE 2022/858 del 30 maggio 2022 relativo al regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito, applicabile dal 23 marzo 2023, contiene la definizione di DLT a cui rinvia anche il MiCAR. Per DLT si intende la tecnologia che consente il funzionamento e l'uso dei registri distribuiti – definiti a loro volta come archivi di informazioni in cui sono registrate le operazioni – condivisi da una serie di nodi di rete DLT e sincronizzati tra di essi, mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso. Il nodo di rete DLT è un dispositivo o un'applicazione informatica parte di una rete che detiene una copia completa o parziale delle registrazioni di tutte le operazioni eseguite tramite il registro distribuito.

contemporaneamente sembianze diverse (*hybrid token*) oppure mutare la loro natura nel tempo, richiedendo all'interprete, di volta in volta, di individuarne lo statuto normativo².

Le cripto-attività introducono, quindi, un paradigma completamente nuovo, che offre opportunità di inclusione finanziaria e promuove la trasparenza e l'affidabilità nelle transazioni finanziarie, ma pongono anche una serie di sfide e di rischi.

Si tratta di un fenomeno che richiede un approccio equilibrato e una regolamentazione adeguata per massimizzarne i benefici e mitigarne i rischi, di fronte al quale il principio di neutralità tecnologica risulta superato³, lasciando spazio a regole più flessibili che si adattano alle nuove sfide e opportunità presentate dalla tecnologia finanziaria.

Di fronte alle cripto-attività le tradizionali categorie giuridiche faticano a ricevere applicazione senza un tentativo di adeguamento ad opera dell'interprete⁴, ma neppure ci si può limitare ad un mero adattamento della disciplina vigente in materia cartolare o mobiliare⁵.

² Cfr. T.N. POLI, *MiCA, Pilot Regime e Decreto Fintech: la regolazione del fenomeno crypto e le difficoltà di inquadramento nel sistema finanziario*, in *Dialoghi di Diritto dell'economia*, 2023, 2 e 3.

³ Si veda M. RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla comunicazione Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Supplemento n. 3 al n.1/2022, 128, in cui si legge che «il superamento della neutralità tecnologica è fisiologico e significa legittimare alcune tecnologie rispetto ad altre e per l'effetto alcuni prodotti e servizi in ragione della tutela degli interessi in gioco».

Sulla messa in discussione del principio di neutralità tecnologica si vedano anche M. RABITTI e A. SCIARRONE ALIBRANDI, *I servizi di pagamento tra PSD2 e GDPR: open banking e conseguenze per la clientela*, in *Liber amicorum Guido Alpa*, F. Capriglione (a cura di), Padova 2019, 711 ss.; F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in <https://www.dirittobancario.it/art/verso-una-disciplina-europea-delle-criptoattivita-riflessioni-margine-recente-proposta-commissione/>, Ottobre 2020; F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2/2018, 226-251.

⁴ M. GIULIANO, *Le risorse digitali nel paradigma dell'art. 810 cod. civ. ai tempi della blockchain*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 6, 2021, 1459.

⁵ E. LA SALA, *L'applicazione della Distributed Ledger Technology all'emissione di strumenti finanziari di debito*, in *Società*, 2019, 715 ss., E. RULLI, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Orizzonti*, 2019, 121 ss.

Il fenomeno delle cripto-attività, infatti, sebbene presenti delle similitudini con la tecnica di registrazione e movimentazione delle scritturazioni contabili a fondamento dei sistemi di gestione accentrata degli strumenti finanziari dematerializzati⁶, presenta aspetti peculiari poiché la stessa tecnologia *DLT*, pur non alterando in sostanza la natura del bene giuridico incorporato, può incidere sia sulle modalità di circolazione sia sulla forma dell'attività⁷.

L'esigenza di calare i tradizionali presidi nel diverso contesto tecnologico ed economico su cui i mercati delle cripto-attività sono costruiti ha portato il legislatore europeo alla scelta di regolamentarli attraverso un regime *ad hoc*.

L'ambito di intervento della Commissione europea è risultato articolato su due diversi e connessi interventi normativi: il Regolamento UE 2022/858 del 30 maggio 2022 (c.d. *DLT Pilot Regime*⁸), che costituisce un regime pilota di sperimentazione temporanea per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito, e il Regolamento (UE) 2023/1114 (c.d. *MiCAR – Markets in Crypto-Assets Regulation*) del 31 maggio 2023, applicabile dal 30 dicembre

⁶ Così M. CIAN, *La criptovaluta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 330.

⁷ G. SCHNEIDER, *La partecipazione alla società nei mercati finanziari tokenizzati tra prospettive di regolazione e di governance*, in questa *Rivista*, IV, 2022, 286 e 287.

⁸ Il *Pilot Regime* è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il 2 giugno 2022 ed è divenuto applicabile in tutti gli Stati membri dell'Unione a partire dal 23 marzo 2023, termine entro il quale i legislatori nazionali dovevano provvedere all'aggiornamento dei rispettivi ordinamenti interni. L'intervento del legislatore, infatti, non ha interessato i profili sostanziali relativi all'emissione e alla circolazione digitale degli strumenti finanziari, posto che la disciplina della circolazione degli strumenti finanziari è demandata alla normativa dei singoli Stati membri dell'Unione Europea.

Il suddetto Regolamento modifica i Regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 nonché la direttiva 2014/65/UE.

Sul *DLT Pilot Regime* v. G. ZACCARONI, *Decentralized Finance and EU Law: The Regulation on a Pilot Regime for Market Infrastructures Based on Distributed Ledger Technology*, in *European Papers*, 2022, 601; R. PRIEM, *A European distributed ledger technology pilot regime for market infrastructures: finding a balance between innovation, investor protection and financial stability*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2022, 371; J. MCCARTHY, *From childish things: the evolving sandbox approach in the EU's regulation of financial technology*, in *Law, Innovation & Technology*, 2023, 1 ss.

2024, destinato a regolamentare alcune tipologie di cripto-attività, come si chiarirà nel prosieguo.

Con il D.L. 17 marzo 2023, n. 25 (c.d. Decreto *Fintech*)⁹, coordinato con le modifiche introdotte dalla legge di conversione 10 maggio 2023 n. 52, è stata, invece, introdotta in Italia la disciplina generale di emissione e circolazione degli strumenti finanziari digitali, in attuazione dell'art. 18 del Regolamento *Pilot*, che fissava la data del 23 marzo 2023 quale termine ultimo entro il quale i singoli Stati membri dell'Unione Europea dovevano adottare una disciplina nazionale di emissione e circolazione degli strumenti finanziari digitali¹⁰.

Il *DLT Pilot Regime* e il *MiCAR*, colmando una lacuna normativa, hanno suggellato il ruolo fondamentale che il diritto riveste nella regolamentazione e nel controllo della tecnologia finanziaria, risolvendo l'antico dilemma regolatorio tra il lasciare libero e virtuoso sviluppo alle nuove forme dell'innovazione tecnologica applicate all'ambito finanziario in un ecosistema deregolamentato e il disciplinare dettagliatamente i nuovi fenomeni con il rischio di soffocarli¹¹.

L'origine delle due novità normative si rintraccia nel “*Finance Digital Package*”, approvato dalla Commissione europea il 24 settembre 2020, consistente in un pacchetto sulla finanza digitale

⁹ Il decreto *Fintech* è stato pubblicato sulla G.U. n. 112/2023 del 15 maggio 2023.

¹⁰ Il *DLT Pilot Regime*, infatti, non ha interessato i profili sostanziali relativi all'emissione e alla circolazione digitale degli strumenti finanziari.

¹¹ Per un inquadramento delle diverse opinioni circa i due diversi approcci metodologici, v. in generale G.L. GRECO, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, in questa *Rivista*, 2019, I, 30 ss. La Commissione Ue, pur affermando che in un ambiente in così rapida evoluzione una regolamentazione eccessivamente prescrittiva e precipitosa rischia di produrre effetti indesiderati, ha riconosciuto, a più riprese, che la normativa Ue è anteriore all'emergere delle tecnologie e che il mancato adeguamento di questa può essere di ostacolo alla diffusione delle soluzioni *Fintech*, ponendo in una posizione di svantaggio i prestatori di servizi finanziari Ue in un mercato sempre più globale (Comunicazione della Commissione Ue al Parlamento europeo dell'8 marzo 2018 – Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo). La stessa Commissione si dimostra pertanto ben consapevole dei limiti del principio di neutralità tecnologica (“stessa attività, stessa regolamentazione, a prescindere dalle modalità utilizzate”), reputando indispensabile, come nei fatti effettivamente sta avvenendo, l'adozione di una speciale disciplina per regolare questi nuovi fenomeni.

contenente: la definizione degli orizzonti strategici per la “finanza digitale” e per i “pagamenti al dettaglio”; una proposta di regolamentazione a livello europeo delle “cripto-attività” e la definizione di proposte legislative aventi ad oggetto la c.d. “resilienza digitale”, nell’ottica di un settore finanziario dell’UE competitivo che offra ai consumatori l’accesso a prodotti finanziari innovativi, garantendo la protezione dei consumatori e la stabilità finanziaria¹².

2. Il perimetro di applicazione del decreto *Fintech* e del regolamento *MiCA*

Il decreto *Fintech*¹³ e il Regolamento europeo *MiCA*¹⁴ hanno completato e definito il quadro normativo oggi applicabile in Italia alle “cripto-attività”.

Il confine operativo tra le due discipline può essere tracciato muovendo dall’art. 2, par. 3, del Regolamento *MiCA*, a norma del quale il *MiCAR* non si applica alle cripto-attività che sono uniche e non

¹² Il pacchetto di proposte legislative, tra cui il *Digital Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA)* e il *Digital Operational Resilience Act (DORA)*, sostiene l’ambizione dell’UE per una ripresa post pandemia che abbracci la transizione digitale. La Commissione aveva formulato, altresì, la proposta legislativa di introdurre un regime pilota per le infrastrutture di mercato, in base al quale le autorità nazionali, in coordinamento con l’*European Securities and Markets Authority*, avrebbero potuto accordare deroghe alla disciplina europea introdotta prima dell’avvento delle tecnologie a registro distribuito (*Distributed Ledger Technologies, DLT*). La proposta formulata dalla Commissione è stata adottata dal Parlamento europeo e dal Consiglio con il Regolamento (UE) 2022/858 (*DLT Pilot Regime*) che introduce, come già accennato, un regime di sperimentazione temporanea della durata massima di sei anni per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito, la più nota delle quali è la tecnologia *Blockchain*.

¹³ Sul decreto *Fintech* si vedano i primi commenti di U. MALVAGNA, *Digital securities: prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot Regime*, in *dirittobancario.it*, 20 marzo 2023; V. LEMMA, *DLT Pilot: verso il mercato degli strumenti finanziari digitali. Note a margine del d.l. 17 marzo 2023, n. 25, e del Regolamento (UE) 2022/858*, in *dirittobancario.it*, maggio 2023; P. CARRIÈRE, *Decreto Fintech e MiCAR: il quadro normativo sulle cripto-attività*, in *dirittobancario.it*, maggio 2023.

¹⁴ Il Regolamento *MiCA* è entrato in vigore il ventunesimo giorno successivo alla sua pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell’Unione europea, avvenuta il 9 giugno 2023. Esso modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937.

fungibili con altre cripto-attività e, ancora, non si applica alle cripto-attività assimilabili agli strumenti finanziari¹⁵. Si tratta di un'impostazione che tende a distinguere le cripto-attività qualificabili come strumenti finanziari da tutte le altre cripto-attività¹⁶. È opportuno,

¹⁵ Ai sensi dell'art. 2, par. 3, del Regolamento (UE) *MiCA*: Il presente regolamento non si applica alle cripto-attività che rientrano in una o più delle definizioni seguenti: a) strumenti finanziari; b) depositi, compresi i depositi strutturati; c) fondi, eccetto ove siano qualificabili come *token* di moneta elettronica; d) posizioni inerenti a cartolarizzazione nel contesto di una cartolarizzazione ai sensi dell'articolo 2, punto 1, del regolamento (UE) 2017/2402; e) prodotti assicurativi non vita o vita che rientrano nelle classi di assicurazione elencati negli allegati I e II della direttiva n. 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio o contratti di riassicurazione e retrocessione di cui alla stessa direttiva; f) i prodotti pensionistici che, ai sensi del diritto nazionale, sono riconosciuti come aventi lo scopo principale di offrire all'investitore un reddito durante la pensione e che consentono all'investitore di godere di determinati vantaggi; g) gli schemi pensionistici aziendali o professionali riconosciuti ufficialmente che ricadono nell'ambito di applicazione della direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio o della direttiva 2009/138/CE; h) i singoli prodotti pensionistici per i quali il diritto nazionale richiede un contributo finanziario del datore di lavoro e nei quali il lavoratore o il datore di lavoro non può scegliere il fornitore o il prodotto pensionistico; i) un prodotto pensionistico individuale paneuropeo come definito all'articolo 2, punto 2), del regolamento (UE) 2019/1238 del Parlamento europeo e del Consiglio; j) regimi di sicurezza sociale contemplati dal regolamento (CE) n. 883/2004 e (CE) n. 987/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio».

¹⁶ Sull'impostazione riguardante la distinzione tra cripto-attività qualificabili come strumenti finanziari e tutte le altre cripto-attività si vedano i commenti di F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *dirittobancario.it*, ottobre 2020, 10 ss. Prima dell'entrata in vigore della disciplina si vedano, *ex multis*, i commenti in dottrina di M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *Orizzonti*, 2019, 2, 267 ss.; C. FERRARI, G. GITTI e M.R. MAUGERI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2019, 1, 95 ss.; R. LENER e S.L. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari "crittografati"?*, in *dirittobancario.it*, ottobre 2020; P. CARRIÈRE, *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano*, in *dirittobancario.it*, 5 ottobre 2020; V. FERRARI, *The regulation of crypto-assets in the EU – investment and payment tokens under the radar*, in *Maastricht Journal and Comparative Law*, 2020, 325 ss.; D.A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER e R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*, in *EBCI (European Banking Institute) – Working Paper Series*, n. 77, 2020, 1 ss.; F. MATTASSOGLIO, *Le*

allora, chiarire innanzitutto quando una cripto-attività possa essere considerata uno strumento finanziario, richiamando la tradizionale tassonomia¹⁷ che, nel distinguere tre principali categorie di cripto-attività (quali gli *utility token*, i *security token* e i *currency token*) consente di collocare all'interno della classe tendenzialmente chiusa degli strumenti finanziari quelle cripto-attività che risultano averne le caratteristiche, ovvero i *security token*¹⁸. Non è escluso, però, che la

proposte europee in tema di crypto-asset e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin?), in questa *Rivista*, 2021, II, 413 ss.

¹⁷ Si vedano P. MAUME e M. FROMBERGER, *Regulations of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws*, in *Chicago Journal of International Law*, 2019, p. 558 ss.; P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, 645 ss.; I.M. BARSAN, *Legal Challenges of Initial Coin Offerings*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2017, 54 ss., che identifica solo due categorie di *token* (“*currency like*” e “*security like*” *token*). Si veda anche, la distinzione fra “*app token*” e “*protocol token*” proposta da J. ROHR e A. WRIGHT, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, in *Hastings Law Journal*, 70, 2019, 463 ss.

¹⁸ Per riprendere concetti ormai ampiamente noti, le caratteristiche degli *utility token* sono più o meno concordemente individuate nella presenza, nell'ambito di queste tipologie di cripto-attività, di diritti garantiti sui beni o servizi dell'emittente, e a volte anche diritti di *governance* nell'emittente, quali il diritto di voto. Cfr. F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, 3. Sul punto si vedano anche T. BOURVEAU, E.T. DE GEORGE, A. ELLAHIE, D. MACCIOCCHI, *Initial Coin Offerings: Early Evidence on the Role of Disclosure in the Unregulated Crypto Market*, (2018), 12, disponibile al seguente link: https://www.marshall.usc.edu/sites/default/files/2019-03/thomas_bourveau_icos.pdf, 18.

Sul piano della qualificazione, peraltro, gli *utility token* non sono solitamente considerati come strumenti o prodotti finanziari in quanto il loro scopo non è tanto quello di essere utilizzati come forma di investimento, e/o di creare flussi di cassa futuri, quanto quello di sfruttare, in maniera funzionale, la tecnologia *DLT/blockchain* per avere accesso a prodotti o servizi. . Cfr. F. ANNUNZIATA, *op. cit.*; P. HACKER e C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, 673 ss.; L. KLÖHN, N. PARHOFER, D. RESAS, *Initial coin offerings (ICOs)*, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2018, 89, 102 ss. In un contributo recente, alcuni Autori hanno adottato un approccio fondato su di un'ampia nozione di valori mobiliari e strumenti finanziari, che porta ad includervi la pressoché totalità dei *token* emessi nel contesto di ICOs: D. BOREIKO, G. FERRARINI e P. GIUDICI, *Blockchain Startups and Prospectus Regulation*, in *European Business Organization Law Review*, 2019, 672 e ss.

cripto-attività non abbia una finanziarietà intrinseca, ma assuma tale carattere in virtù delle condizioni di contesto nelle quali è scambiata e precisamente, come sostenuto da autorevole dottrina¹⁹ e dalla giurisprudenza²⁰, quando l'offerta al pubblico e la negoziazione di cripto-valute abbiano una causa contrattuale di natura finanziaria, il che si verifica in presenza di alcuni presupposti, quali: l'impiego del capitale; la promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria; l'assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego del capitale²¹.

La seconda categoria di cripto-attività, invece, è quella dei cd. *security/financial token*, tipicamente connessi a un'attività sottostante e rappresentativi soltanto di una frazione del suo valore complessivo, e non dell'attività stessa. Queste cripto-attività offrono a chi ne è titolare diritti sugli utili futuri dell'iniziativa sottostante e possono spesso essere considerate come veri e propri prodotti finanziari, strumenti finanziari, titoli, etc., a seconda delle categorie rinvenibili negli ordinamenti di riferimento che, di volta in volta, rilevano. La terza categoria di cripto-attività è quella dei c.d. *currency token*, notoriamente rappresentata da *bitcoin*, ma più di recente diversificatasi in numerose cripto-attività, ivi inclusi i c.d. *stablecoins*. Tali tipologie di cripto-attività rispecchiano tratti tipici del denaro (mezzo di scambio, conservazione di valore e unità di conto). Cfr. B. GEVA, *Cryptocurrencies and the Evolution of Banking, Money, and Payments*, in C. BRUMMER (a cura di), *Cryptoassets: Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives*, 2019, 12 ss.

¹⁹ In tal senso si esprime M. CIAN, *Noterelle su finanziarietà e non finanziarietà nei crypto-assets: la Suprema Corte sulla natura del servizio di exchange*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2023, 7, per il quale le cripto-attività assumono funzione finanziaria in quanto vengano collocate in (o destinati a) un contesto di mercato tale da attribuire alla loro offerta e negoziazione carattere eminentemente speculativo. Si veda nel medesimo Autore, *La criptovaluta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, cit., 328, e *La nozione di criptoattività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno*, cit., 63.

²⁰ Come statuito dalla Corte di Cassazione «La causa negoziale è finanziaria allorché la ragione giustificativa del contratto, e non il suo semplice motivo interno privo di rilevanza qualificante, consiste proprio nell'investimento del capitale (il «blocco» dei risparmi) con la prospettiva dell'accrescimento delle disponibilità investite, senza l'apporto di prestazioni da parte dell'investitore diverse da quella di dare una somma di denaro» (Cass. civ., Sez. II, sentenza 5 febbraio 2013, n. 2736, in *Giust. civ.*, 2013).

²¹ Non è mancato un orientamento diverso della Corte di Cassazione, che ha asserito l'applicabilità della normativa finanziaria alle criptovalute qualora esse siano offerte al pubblico con modalità che enfatizzano la possibilità per gli acquirenti di conseguire ritorni economici collegati all'acquisto e alla rivendita della criptovaluta. Vedi Cass. pen., Sez. II, 17 settembre 2020, n. 26807, in *Giur. comm.*, 2022, 928 e 929, con nota di F. CONSULICH, *Il diritto penale nell'età del cripto-oro. Gli elementi*

Dunque, alla luce di quanto chiarito, se il *MiCAR* non si applica alle cripto-attività assimilabili agli strumenti finanziari ai sensi della MIFID, restano escluse dal regolamento in questione tutte le cripto-attività qualificabili come “*security token*”.

Si osserva che il regolamento *MiCAR*, sebbene individui e definisca espressamente tre tipologie di *token* (ossia, gli *asset-referenced token*, gli *e-money token* e gli *utility token*), non limita ad essi il suo ambito applicativo, il quale deve essere identificato in via negativa, facendo riferimento, per esclusione, a ciò che non è già regolamentato da altre discipline del diritto finanziario dell'Unione Europea. L'art. 2 del *MiCAR* elenca una serie di *assets* che sono esclusi dal suo ambito di applicazione, facendo emergere chiaramente che il regolamento non è in grado o, semplicemente, non intende fornire una definizione chiara delle varie cripto-attività rientranti nel suo ambito di applicazione. Invero, anche l'approccio definitorio adottato dal *MiCAR* non concorre a fornire una chiara identificazione delle cripto-attività che rientrano nel suo ambito di applicazione. Infatti il *MiCAR*, sebbene definisca in via positiva gli *ART*²², gli *EMT* e gli *utility token*, ricorre, poi (nel Titolo II

normativi della fattispecie di abusivismo finanziario tra monete virtuali e investimenti reali, ivi, 929 ss., e con nota di F. DALAITI, *Criptovalute e abusivismo finanziario: cripto-analogia o interpretazione estensiva*, in *Sistema Penale*, 2021, 37 ss.; Cass. pen., Sez. II, 10 novembre 2021, n. 44337, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 1 ss., con nota di M. CIAN, *Noterelle su finanziarietà e non finanziarietà nei crypto-assets: la Suprema Corte sulla natura del servizio di exchange*, ivi, 3 ss.; M. GUASTADISEGNI, *Criptovaluta e prodotto finanziario: l'eterno ritorno alla causa negoziale*, in *Danno e resp.*, 2022, 494 ss.; A. QUATTROCCHI, *La natura proteiforme delle criptovalute al crocevia della tutela penale del mercato finanziario*, in *Giur. it.*, 5, 2022, 1214 ss.; da ultimo, Cass. pen., Sez. II, 22 novembre 2022, n. 44378, con nota di F. CASCINELLI e F. DELLA SCALA, *Crypto assets: prime considerazioni sulla più recente sentenza della Cassazione*, in *dirittobancario.it*, 25 novembre 2022.

²² I *token* collegati ad attività e i *token* di moneta elettronica possono essere ricondotti nell'ambito della categoria degli *asset linked stablecoins* (Cfr. T.N. POLI, *op. cit.*, 12), ovvero le cripto-attività garantite da attività sottostanti (es. valute ufficiali, crediti, merci, etc.) che mirano a mantenere un valore stabile rispetto a una determinata valuta fiat (es. euro o dollaro), a un bene specifico o a un *pool* o paniere di attività, in contrapposizione alle cc.dd. *unbacked crypto-assets*, vale a dire cripto-attività prive di un meccanismo di stabilizzazione che ne ancori il valore a un'attività di riferimento (es. *Bitcoin*). In tale senso la Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività, 15 giugno 2022, in www.bancaditalia.it. Sugli *e-money token* si veda F. CIRAIOLO, *La disciplina degli e-money tokens tra proposta di Regolamento MiCA e normativa sui servizi di*

del Regolamento e, in tale ambito, nell'art. 4)²³ alla nozione aperta di *token* “diversi” dai primi due (ossia dagli *ART* e dagli *EMT*) per individuare il proprio ambito di applicazione, ampliandolo in modo “indefinito” ben oltre le tre categorie di *ART*, *EMT* e *utility token*.

Va poi osservato che a rendere incerti i confini operativi del *MiCAR* sono anche le ambiguità definitorie che connotano alcune nozioni fondamentali del diritto europeo dei mercati finanziari.

Stante la scelta di campo del legislatore europeo, già evidenziata, di non applicare il *MiCAR* alle cripto-attività che coincidono con prodotti e/o attività già regolati dal diritto finanziario dell'Unione europea, si pone il problema che l'incertezza definitoria di alcune nozioni del diritto finanziario europeo, prima fra tutte la nozione di strumento finanziario prevista dalla MiFID²⁴, non rende agevole stabilire se talune fattispecie di cripto-attività siano riconducibili alla disciplina della *MiFID* (in quanto qualificabili come strumenti finanziari), o, per esclusione, alla disciplina del *MiCAR*.

Certamente sarebbe stato preferibile che il *MiCAR* avesse chiarito il suo ambito di applicazione fornendo una chiara identificazione “in positivo” di quali *token* rientrano nella sua disciplina: ciò, per quanto difficile e impegnativo, avrebbe evitato confusione e scappatoie.

Non vi sono dubbi, invece, che rimangono fuori dall'applicazione del *MiCAR*, per espressa previsione dell'art. 2, par. 3, del

pagamento. Problematiche regolatorie e possibili soluzioni, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2022, 239 ss.

²³ Vedi rispettivamente, Titolo II (Cripto-attività diverse dai *token* collegati ad attività o dai *token* di moneta elettronica) e art. 4 (Offerte al pubblico di cripto-attività diverse dai *token* collegati ad attività o dai *token* di moneta elettronica). In senso analogo si veda la disciplina dei prestatori di servizi in cripto-attività, il cui ambito di applicazione è ancora più ampio, potendo ricomprendere qualsiasi cripto-attività, anche quelle pienamente decentralizzate (tra cui *bitcoin*) che invece sfuggono, tra l'altro, alle disposizioni in materia di offerta al pubblico.

²⁴ Elementi centrali di tale nozione, come la negoziabilità dello strumento finanziario o il fatto che debba essere riconducibile ad una categoria, sono molto problematici. Sul punto si veda il noto rapporto dell'ESMA del 9 gennaio 2019, *Advice. Initial coin offerings and crypto assets*, reperibile in www.esma.europa.eu.

regolamento²⁵, i cosiddetti *non fungible token*²⁶ (*NFT*). Tale esclusione è dovuta al fatto che i *NFTs* hanno, in genere, delle caratteristiche tali da non renderli idonei ad una circolazione, o allo scambio, su mercati diffusi²⁷.

²⁵ La decisione di includere o meno i *NFTs* nel Regolamento è stata, peraltro, oggetto di un travagliato *iter*, nel quale sono state vagliate tutte (o quasi) le possibili opzioni. Il travaglio si riflette in un assetto finale del testo che risulta, a dir poco, instabile. Il punto è ben illustrato dai (lunghi) Considerando 10 e 11 che, in sintesi, possono così riassumersi: (i) le frazioni di una cripto-attività unica e non fungibile non dovrebbero essere considerate uniche e non fungibili; (ii) l'emissione di cripto-attività come *token* non fungibili in un'ampia serie o raccolta dovrebbe essere considerata un indicatore della loro fungibilità. La mera attribuzione di un identificativo unico a una cripto-attività non è di per sé sufficiente a classificarla come unica e non fungibile; (iii) affinché la cripto-attività possa essere considerata unica e non fungibile, anche le attività o i diritti rappresentati dovrebbero essere unici e non fungibili; (iv) in ogni caso, l'esclusione delle cripto attività uniche e non fungibili dall'ambito di applicazione del Regolamento non pregiudica la qualificazione di tali cripto-attività come strumenti finanziari; (v) il Regolamento dovrebbe applicarsi anche alle cripto-attività che appaiono uniche e non fungibili, ma le cui caratteristiche di fatto o le caratteristiche che sono legate ai loro utilizzi *de facto* le renderebbero fungibili o non uniche. Sulla questione si veda P. MAUME, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?*, in *ECFR*, 2023, 259.

²⁶ Sui *NFT* si vedano i contributi di F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, in *Riv. soc.*, n. 5-6, 2023, 940-941; G. NAVA, *I non-fungible token*, in R. GIORDANO, A. PANZAROLA, A. POLICE, S. PREZIOSI e M. PROTO (a cura di), *Il diritto nell'era digitale*, 2013, 237 ss.; A. GUACCERO e G. SANDRELLI, *Non-Fungible Tokens (NFTs)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, 824 ss.; P. CARRIÈRE, *La "cripto-arte" e i non-fungible tokens (NFTs): tentativi di inquadramento giuridico*, in *dirittobancario.it*, agosto 2021; D. MASI, *Non-Fungible Tokens (NFTs): riflessioni sulla natura giuridica e disciplina applicabile*, in *Rivista Giuridica Europea*, 2022, 83 ss.; J.A.T. FAIRFIELD, *Tokenized: The Law of Non-Fungible Tokens and Unique Digital Property*, in *Indiana Law Journal*, 2022, 1261 ss.; G. RESTA, *Diritti esclusivi e nuovi beni immateriali*, Torino, 2011.

²⁷ Nel Considerando 10 del regolamento MiCAR si legge che «Sebbene le cripto-attività uniche e non fungibili possano essere negoziate sui mercati ed essere accumulate a fini speculativi, esse non sono facilmente intercambiabili e il valore relativo di una tale cripto-attività rispetto a un'altra, essendo ciascuna unica, non può essere determinato mediante confronto con un'attività di mercato esistente o un'attività equivalente. Tali caratteristiche limitano la misura in cui tali cripto-attività possono avere un uso finanziario, limitando in tal modo i rischi per i possessori e il sistema finanziario e giustificandone l'esclusione dall'ambito di applicazione del presente regolamento ».

Un altro motivo, poi, che giustifica l'esclusione dei *NFTs* dal *MiCAR* è rappresentato dalla sua inidoneità a svolgere una funzione di investimento (ad esempio, perché il titolare del *NFT* non riceve il diritto di percepire una remunerazione). Tuttavia, qualora sia riscontrabile la funzione di investimento, oppure la non fungibilità sia solo apparente (perché, ad esempio, è fungibile l'*asset* sottostante), il *NFT* torna ad essere una materia da regolare, o perché cripto-attività, oppure in quanto strumento finanziario o prodotto finanziario ai sensi del TUF²⁸. È importante sottolineare che il *MiCAR* non fornisce una propria definizione di "fungibilità" e questo rende assai incerti i confini tra i *NFTs* e gli *utility token*. La nozione è rimessa a diverse interpretazioni – influenzate dai vari orientamenti nazionali, derivanti principalmente dal diritto privato²⁹ – applicabili, di volta in volta, in funzione dello specifico strumento. Sarebbe opportuno, se non necessario, come già sostenuto da autorevole dottrina³⁰, ricostruire una nozione autonoma di "fungibilità" a livello europeo, essendo formulata da un regolamento dell'Unione, anche se non si può prescindere da un approccio comparatistico che tenga conto delle tradizioni degli Stati membri.

Continuando l'analisi su ciò che è escluso dal *MiCAR*, va evidenziato che esso non si applica ai fenomeni della finanza decentralizzata³¹ (c.d. DeFI) e la ragione è da individuarsi nel fatto che

²⁸ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, cit., 940-941.

²⁹ Per una definizione di *token* (e di *NFT*) in termini civilistici, e ai sensi della disciplina nazionale, v. F. RAMPONE, *NFT e token crittografici in chiave civilistica: dal documento informatico agli atomi digitali*, in *Dialoghi dir. econ.*, 2023, p. 1.

³⁰ F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, cit., p. 941.

³¹ V. da ultimo H. IRIS e Y. CHIU, *The Application of the EU Markets in Crypto-asset Regulation to Decentralised Finance*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2023, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=4599277>; I. MAKAROV e A. SCHOAR, *Cryptocurrencies and Decentralized Finance (DeFi)*, in *Brookings Papers on Economic Activity*, 2022.

Per un tentativo "istituzionale" di definizione e un inquadramento del fenomeno, v. Commissione Europea, *Decentralized Finance: information frictions and public policies. Approaching the regulation and supervision of decentralized finance*, disponibile al seguente indirizzo: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-10/finance-events-221021-report_en.pdf; Banca D'Italia, *Comunicazione in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, 2 giugno 2022; C.R. HARVEY, *Defi and the Future of Finance*, Hoboken, 2021. Per ulteriori riferimenti, v.

in tale ambito³² non è possibile individuare chi sono gli “emittenti” o i “prestatori di servizi” cui destinare le nuove regole del *MiCAR*³³. Dall’applicazione della normativa *MiCA* rimarrebbe esclusa, pertanto, la criptovaluta più conosciuta, il *bitcoin*, e le criptovalute simili, poiché non sarebbe individuabile un soggetto emittente da identificare e sottoporre a regolamentazione, con conseguente applicazione della normativa interna di cui agli artt. 91 e ss. TUF³⁴. Alla luce di quanto osservato, si ricava che nel *MiCAR* manca un carattere che da sempre ha connotato la regolamentazione in materia finanziaria, ossia

S.L. FURNARI (a cura di), *La Finanza Decentralizzata. Cripto-attività, protocolli, questioni giuridiche aperte*, Roma, 2023; E. PRANDIN, *Decentralized Finance: A new challenge for Regulators*, in *Bocconi Legal Papers*, 2021, 51 ss.; S. BOYKEY SIDLEY e S. DINGLE, *Beyond Bitcoin*, Londra, 2022; L. ANKER-SØRENSEN e D.A. ZETSCHE, *From Centralized to Decentralized Finance: The Issue of ‘Fake-DeFi’*, 2021, reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3978815; S. ARAMONTE, W. HUANG e A. SCHRIMPF, *DeFi risks and the decentralisation illusion*, in *BIS Quarterly Review*, 2021. Da ultimo sull’argomento si veda il report della *Bank for International Settlements, The crypto ecosystem: key elements and risks*, 2023, 9, e IOSCO, *Final Report with Policy Recommendations for Decentralised Finance*, FR/14/23, dicembre 2023.

³² Sussistono tanti modi di intendere la nozione di “decentralizzazione” e anche diversi livelli e gradi di decentralizzazione: il rapporto tra *MiCA* e DeFi andrà dunque meglio focalizzato man mano che, da un lato, il mercato evolve e, dall’altro, la nuova disciplina è chiamata a confrontarsi con un numero crescente di casi concreti. V.A. WALCH, *Deconstructing ‘Decentralization’: Exploring the Core Claim of Crypto Systems*, in C. BRUMMER (a cura di), *Cryptoassets. Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives*, Oxford, 2019. In un recente rapporto, ESMA ha peraltro registrato, quantomeno in Europa, un grado di sviluppo ancora modesto di modelli di servizio decentralizzati: v. ESMA, *Decentralised Finance in the EU: Developments and Risks*, 11 ottobre 2023, reperibile in www.esma.europa.eu.

³³ Ciò non toglie che, in alcuni casi, sia possibile ipotizzare la sussistenza, in capo ai gestori delle piattaforme o dei sistemi decentralizzati, di doveri di diligenza e anche di natura fiduciaria verso gli utenti. Il dibattito sul punto è aperto. Si segnala, in proposito, un importante caso, ancora *in fieri* nel Regno Unito, nel quale la *Court of Appeal* ha ritenuto che sussistono « *realistic arguments* » per ritenere che gli sviluppatori siano soggetti a doveri fiduciari: v. *Tulip Trading Ltd v Bitcoin Association For BSV* [2023] EWCA Civ 83; (2023) 4 WLR 16.

³⁴ A favore di questa ricostruzione depone l’art. 4, par. 3, del Regolamento *MiCA*, che, tra le esenzioni dalla pubblicazione di un *white paper*, fa rientrare il caso in cui la cripto-attività è creata automaticamente a titolo di ricompensa per il mantenimento del registro distribuito o la convalida delle operazioni. Si prefigura, tuttavia, l’applicazione delle disposizioni *MiCA* sulla prestazione dei servizi che riguardino i *Bitcoin* (ad es. consulenza, gestione di portafogli).

l'individuazione dei soggetti cui indirizzare la disciplina. Il rischio che ne deriva è che alcune organizzazioni, per il solo fatto di essere decentralizzate, potrebbero offrire servizi relativi a cripto-attività senza essere autorizzate³⁵.

L'analisi sui confini operativi "oggettivi" del *MiCAR* impone, ancora, una riflessione sui prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari, laddove siano emessi in forma crittografica su di una tecnologia a registro distribuito. Al riguardo, non trovando applicazione la *MiFID*, si pone la questione di quale disciplina si applichi: se il *MiCAR* oppure una delle diverse discipline di carattere nazionale rinvenibili in taluni Stati dell'Unione europea, che si aggiungono alle regole euro-unitarie.

Ancora una volta, viene in rilievo la complessa questione della tassonomia delle cripto-attività per stabilire quale disciplina debba essere applicata. È necessario stabilire, infatti, se la cripto-attività sia qualificabile alla stregua di un prodotto finanziario.

L'analisi deve muovere dall'art. 1 del TUF, che definisce prodotti finanziari "gli strumenti finanziari" e "ogni altra forma di investimento di natura finanziaria". Si tratta di una nozione improntata su un criterio squisitamente funzionale, in quanto fa leva sullo scopo di investimento dell'operazione economica, per assoggettarla alle regole in materia di offerta al pubblico e di prospetto informativo di origine nazionale.

Si condivide la posizione dottrina³⁶ secondo cui è da riconoscere al *MiCAR* una portata assorbente rispetto ai regimi nazionali e la sua idoneità a disciplinare ogni cripto-attività che non sia regolata da altri atti legislativi dell'Unione europea. Ne deriva che, con riguardo all'ordinamento italiano, ogni strumento di raccolta di capitali, emesso in forma crittografica utilizzando tecnologia *DLT*, sarà disciplinato dal *MiCAR*, a meno che esso non sia qualificabile alla stregua di uno

³⁵ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, cit., p. 932, il quale aggiunge che, a riguardo rileva l'art. 59, par. 3, del regolamento *MiCA*, a norma del quale « ai fini del paragrafo 1, lettera a), altre imprese che non sono persone giuridiche prestano servizi per le cripto-attività se la loro forma giuridica garantisce un livello di tutela degli interessi dei terzi equivalente a quello offerto dalle persone giuridiche nonché se sono soggette a una vigilanza prudenziale equivalente adeguata alla loro forma giuridica ».

³⁶ Si veda F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, cit. p. 943.

strumento finanziario ai sensi della *MiFID*. Il *MiCAR* si applicherebbe dunque anche ai prodotti finanziari atipici, che non ricadono nell'elenco degli strumenti finanziari ma sono riconducibili ad “ogni altra forma di investimento di natura finanziaria³⁷”.

Per quanto riguarda, invece, l'ambito di intervento del decreto *Fintech*, esso si riferisce alle cripto-attività qualificabili come strumenti finanziari, inclusi gli strumenti finanziari *DLT (Distributed Ledger Technologies)*³⁸, che cioè risultano emessi, registrati, trasferiti e stoccati mediante la tecnologia a registro distribuito.

Il Governo è intervenuto con un decreto d'urgenza, in attuazione del Regolamento (UE) 2022/858, al fine di evitare che gli operatori del mercato italiani si trovassero in una situazione di svantaggio competitivo rispetto agli operatori di altri Stati membri a causa della mancanza in Italia di una disciplina che rendesse possibile la *tokenizzazione* di strumenti finanziari³⁹ e l'utilizzo della tecnologia a registro distribuito *DLT* per la relativa circolazione.

³⁷ C. FRIGENI, *Il mercato primario delle cripto-attività. Offerta al pubblico e regime di trasparenza nella proposta di Regolamento MiCA*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, p. 32 s.

³⁸ La nozione di strumento finanziario *DLT* è stata introdotta dall'art. 2, par. 1, n. 11 del Regolamento (UE) 2022/858. A tale fine, è operato un intervento correttivo sulla direttiva MiFID II: l'art. 18, par. 1, n. 1, modifica l'art. 4, par. 1, punto 15 della MiFID II, con l'intenzione di incorporare nella nozione di strumento finanziario «qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'allegato I, compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia di registro distribuito» e, quindi, determinare l'applicazione della normativa in materia di intermediazione finanziaria. Sul regime pilota si vedano nella dottrina straniera i commenti di D.A. ZETSZSCHE e J. WOXHOLTH, *The DLT Sandbox under the Pilot-Regulation*, in *EBI – Working Paper Series*, 2021, n. 92, 20 ss., e R. PRIEM, *A DLT pilot regime: introducing a new type of financial market infrastructure*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 30, n. 3, 2022, 371 ss., mentre in quella italiana di G. AMATO e R. BENVENUTO, *Regolamento DLT: il regime pilota UE sulle nuove infrastrutture di mercato*, *indirittobancario.it*, 8 luglio 2022.

³⁹ In questo senso v. l'Audizione del Commissario della Consob P. CIOCCA alla VI Commissione Finanze su “Pacchetto Finanza Digitale”, dell'8 giugno 2021, reperibile in *www.consob.it*, dove espressamente si dice che: «Occorre quindi introdurre al più presto un nuovo quadro normativo che, modificando il codice civile ed il TUF, preveda uno specifico regime per l'emissione e circolazione dei titoli in forma digitale. Questo tassello nazionale è una *conditio sine qua non* per costruire un mercato attrattivo e affidabile. L'inerzia in questo contesto non è un'opzione: senza un'adeguata e tempestiva cornice giuridica verremmo relegati a mero mercato di

Dopo l'emanazione del Regolamento (UE) 2022/858 è risultato subito evidente che la sua introduzione avrebbe incontrato un ostacolo insormontabile nel nostro sistema normativo⁴⁰ e, precisamente, nel fatto che il regime di forma e circolazione delle azioni quotate, tipizzato dal legislatore, prevede che le azioni ammesse alla negoziazione possono esistere solo in forma scritturale⁴¹ presso un depositario centrale e che la circolazione dematerializzata è necessariamente intermediata da più figure soggettive (il depositario centrale – *Central Securities Depository* – e gli intermediari). L'art. 83-*quater* TUF, al comma 1, stabilisce che il trasferimento degli strumenti finanziari soggetti alla sua disciplina, così come l'esercizio dei relativi diritti patrimoniali, può avvenire solo tramite gli intermediari.

L'introduzione di un regime di circolazione basato sulle tecnologie a registro distribuito rappresenta, invece, una vera rivoluzione dei mercati finanziari in quanto queste tecnologie consentono lo scambio diretto di strumenti digitali tra le parti, anche tra soggetti sconosciuti e senza una

sbocco, senza fruire dei benefici del nuovo sistema. Ed il tempo di questi nuovi mercati è dettato dall'effetto rete e dalle dinamiche di piattaforma, che quindi conducono – soprattutto per le nuove infrastrutture – alla veloce nascita di monopoli naturali. Il vantaggio per i *first mover* è determinante»; si veda ulteriormente nello stesso senso Piano strategico 2022-24 della Consob, in *www.consob.it*, 2, 3, 14, ove si fa riferimento ad una propria proposta normativa per introdurre nella legislazione nazionale regole di utilizzo della *DLT* nella emissione e circolazione di *security tokens* alternative alle emissioni in forma cartolare e in gestione accentrata.

⁴⁰ Cfr. R. FAVA, *La nuova forma di "incorporazione" digitale degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2024, 126 e 127. Cfr. anche N. DE LUCA e M. DE MARI, *Azioni tokens come fattispecie "nativa"*, in *Quaderni Giuridici Consob*, 2023, 102, i quali riconoscendo i vantaggi che potrebbero derivare dall'applicazione della tecnologia *DLT* al *post-trading*, affermano che « non pare allo stato possibile soddisfare il precetto dell'art. 83-*bis* TUF attraverso la creazione di una rete *blockchain* e l'emissione di *tokens* rappresentativi di azioni dematerializzate. Il sistema attuale è infatti per legge imperniato sulla gestione accentrata: centralizzazione che, come è stato evidenziato, verrebbe di fatto superata con la tecnologia *DLT*, atta a privare di funzione non solo gli intermediari, bensì anche il depositario e le controparti centrali, se non addirittura a rimpiazzare l'intero attuale sistema di *trading* e *post-trading* ».

⁴¹ Sull'obbligo di documentazione scritturale degli strumenti finanziari quotati diffusi cfr. M. CIAN, *Sub art. 83-*bis**, in P. ABBADESSA e G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 3719, secondo cui sarebbe nulla, o meglio inefficace, la clausola statutaria che *ex art. 2346 c.c.* prevedesse la non emissione e la semplice annotazione nel libro soci delle azioni quotate.

relazione fiduciaria, senza la necessità di entità centralizzate, in modo continuo e, soprattutto, senza la necessità di intermediazione⁴².

Se dal punto di vista logico e concettuale non sembra esservi differenza tra la forma di emissione e circolazione dei titoli dematerializzati e quella degli strumenti finanziari basati su *DLT*, poiché in entrambi i casi il titolo non viene emesso in forma cartacea e circola sulla base di un sistema di registrazioni, da un punto di vista normativo, invece, non potevano essere considerate compatibili con il *DLT Pilot Regime* le regole degli strumenti finanziari dematerializzati *ex* articolo 83-*bis* TUF⁴³, in quanto la registrazione su un'infrastruttura di mercato basata su *DLT* non può essere assimilata alle registrazioni scritturali sui conti dei depositari centrali e degli intermediari, come previsto dall'articolo 83-*quater* del TUF⁴⁴.

Il decreto *Fintech* non solo ha risposto all'esigenza, imposta dal regolamento *Pilot*, di adottare una disciplina applicabile alle infrastrutture di mercato *DLT*, ma ha introdotto una regolamentazione più completa ed organica, capace di presidiare il delicatissimo ruolo di affidabilità nella emissione, rappresentazione, circolazione e legittimazione di strumenti finanziari *DLT*.

Pur potendosi oggi evidenziare alcune difficoltà di coordinamento nell'ambito dell'ordinamento finanziario tra le nozioni di “strumento finanziario”, di “strumento finanziario *DLT*” e di strumento finanziario digitale”, nonché alcune lacune di disciplina⁴⁵, il decreto *Fintech* offre un quadro giuridico corretto ed esaustivo del fenomeno, nella consapevolezza di quanto sia velleitario ambire a disciplinare la tecnologia *DLT* poiché è per sua natura mutevole, variegata e plurale.

⁴² E. NOBLE, *Crypto-Assets, Distributed Ledger Technologies and Disintermediation in Finance: Overcoming Impediments to Scaling: A View from the EU*, Springer International Publishing, 2021, 200.

⁴³ Sul punto cfr. N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza assente*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 101, che sottolinea come il sistema attuale di dematerializzazione sia per legge imperniato sulla gestione accentrata che verrebbe di fatto superata con la tecnologia *DLT*, atta a privare di funzione non solo gli intermediari, ma anche il depositario e le controparti centrali.

⁴⁴ In questo senso, v. N. DE LUCA e M. DE MARI, *cit.*, 111.

⁴⁵ Pare infatti mancare, ad esempio, una più articolata disciplina di coordinamento con la fase di custodia da parte dei *digital wallet*, così come la previsione di un esplicito regime di segregazione degli strumenti finanziari digitali detenuti (registrati) per conto dei “soggetti a favore dei quali è effettuata la registrazione”.

Il legislatore italiano, tra i vari modelli regolatori che avrebbe potuto adottare (di diritto civilistico, societario ovvero di diritto finanziario; o ancora di intervento *ex ante* o *ex post*), con il decreto Fintech ha preferito ad una disciplina di dettaglio della infrastruttura giuridico-tecnologica un intervento regolamentare avente ad oggetto la *governance* del sistema *DLT* o, per meglio dire, “dei nuovi intermediari” che su quella infrastruttura si muovono a vario titolo, fissando i paletti a cui devono attenersi le infrastrutture tecnologiche che, di volta in volta e caso per caso, vengono adottate dagli emittenti o dai responsabili dei registri. Certamente la verifica che la Consob è chiamata ad effettuare, ai sensi dell’art. 20 del decreto Fintech, è impegnativa dal momento che bisogna valutare se soluzioni tecnologiche complesse siano conformi ed adeguate rispetto agli effetti giuridici che da esse dovrebbero prodursi. Si tratta di una verifica da effettuare caso per caso per ogni infrastruttura sottoposta a valutazione, ciascuna delle quali può essere caratterizzata da modelli operativi e funzionali, da algoritmi, protocolli informatici/crittografici, *smart contracts* e modelli di *digital wallet* anche molto diversi tra loro e non, come avvenuto a suo tempo per il sistema della dematerializzazione, con riguardo ad un unico standard tecnologico/normativo preventivamente validato e poi imposto *ex lege*. E in tal senso appare più che opportuna la possibilità di fare ricorso, da parte della Consob, a revisori indipendenti, a spese del soggetto istante, per effettuare la suddetta verifica, di cui all’art. 20 del decreto.

3. Il decreto Fintech e il nuovo sistema di gestione degli strumenti finanziari fondato sulla tecnologia a registro distribuito

Il decreto *Fintech*, in estrema sintesi, ha introdotto una nuova disciplina concernente l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari digitali, ovvero mediante rappresentazioni digitali di informazioni registrate su *database* basati sulla tecnologia a registro distribuito.

Il passaggio alla dimensione digitale mediante “scritturazioni su un registro per la circolazione digitale” risulta per certi aspetti analogo al passaggio dalla dimensione cartolare tradizionale a quella dematerializzata, avvenuto nel nostro ordinamento sul finire degli anni Novanta del secolo scorso ad opera del d.lgs. 213/1998 (c.d. Decreto

Euro)⁴⁶. Si tratta di un passaggio decisivo, che apre le porte alla possibilità, fino ad ora preclusa nel nostro ordinamento, di “tokenizzare” su *DLT* gli strumenti finanziari⁴⁷.

Il decreto *Fintech* non specifica la natura e la fonte della disciplina che andrà a regolare la specifica emissione di strumenti finanziari digitali, disciplina che appare di natura contrattuale. Il decreto *Fintech* si limita a prevedere la necessità che venga redatto e reso pubblico, da parte del responsabile del registro, un documento che contenga le informazioni relative alle modalità operative del registro e ai dispositivi di tutela della sua operatività. Sarebbe stato forse più opportuno sancire esplicitamente la natura contrattuale e – ove applicabile – statutaria⁴⁸ di tale disciplina, prevedendo espressamente che oggetto di istruttoria ai

⁴⁶ In questo senso N. DE LUCA e M. DE MARI, cit., 112; v. anche P. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, in *Banca imp. soc.*, 2020, 493, il quale conviene che il passaggio alla tecnologia *DLT* risulterebbe meno impegnativo dal punto di vista concettuale rispetto a quello operato in passato tra la dimensione cartolare e quella dematerializzata. L'intervento legislativo del 1998 ha consentito di sostituire l'emissione e la circolazione del documento cartaceo con un'emissione e una circolazione effettuate tramite sistemi elettronici di scritturazione contabile. La disciplina prevista dal Titolo V (art. 28-38) del c.d. decreto Euro dettata con riferimento agli strumenti finanziari dematerializzati e alle relative registrazioni contabili elettroniche ha consentito la produzione di effetti equivalenti a quelli previsti dalla disciplina codicistica dei titoli di credito nell'ambito della gestione accentrata. Il Titolo V (art. 28-38) è stato abrogato dal d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 “Attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate”, che ha poi inserito la relativa disciplina nel titolo II, della parte III del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dagli artt. 79-*quater* e ss. La disciplina sulla dematerializzazione prevede l'accensione presso l'intermediario di conti separati per ciascun titolare di strumenti finanziari dematerializzati con registrazione degli atti aventi ad oggetto gli strumenti nei medesimi conti. Alla registrazione sono ricollegati effetti giuridici paragonabili a quelli propri del possesso dei titoli di credito: in particolare, essa attribuisce al titolare degli strumenti finanziari la legittimazione all'esercizio dei relativi diritti, nonché al compimento di atti di disposizione (art. 83 *quinquies*, comma 1, del TUF). A seguito dell'avvenuta scritturazione nel registro, il soggetto in favore del quale è stata effettuata acquista la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari digitali che ne sono oggetto, secondo la disciplina propria di essi e delle disposizioni del decreto in esame.

⁴⁷ Cfr. R. FAVA, cit., p. 129 e 130.

⁴⁸ Negli articoli 14 e 15 del decreto *Fintech* ci si limita a richiamare la necessità di un'apposita disposizione statutaria esclusivamente in merito alla “strategia di transizione” e al “mutamento del regime di forma e circolazione”.

sensi dell'art. 20 dovesse essere anche la complessiva intelaiatura negoziale e statutaria che si intenda adottare da parte dall'emittente/responsabile del registro.

Il decreto *Fintech*, disciplinando i cosiddetti strumenti finanziari digitali, solleva la questione se “la forma digitale” attenga alla nozione di strumento finanziario o unicamente all'emissione e alla circolazione degli strumenti finanziari. È stato osservato che la tecnologia *DLT* abbia accresciuto la tassonomia degli strumenti finanziari con una nuova forma, quella digitale, che si affianca a quella cartolare e a quella della dematerializzazione⁴⁹. La forma digitale si pone, cioè, come ulteriore sistema di gestione alternativo al sistema cartolare e al sistema di gestione dematerializzata⁵⁰.

Nella loro alternatività le forme di gestione rispondono a differenti esigenze di tutela. In passato, mentre il sistema cartolare ha inteso facilitare la circolazione della ricchezza nelle dinamiche di rapporti bilaterali⁵¹, il regime di dematerializzazione ha inteso presidiare gli interessi collettivi del risparmio e della provvista di capitale delle imprese, nonché degli intermediari finanziari⁵².

Attualmente, il processo di digitalizzazione degli strumenti finanziari amplia la platea degli investitori e consente una mobilitazione della ricchezza più rapida, facendo emergere nuove esigenze di tutela di fronte alle quali i presidi tradizionali appaiono inadeguati per

⁴⁹ M. CIAN, *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 6, 641 ss.

⁵⁰ In questo senso G. GITTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 13 ss., secondo cui «non si deve commettere l'errore di considerare i *token* e le *Distributed Ledger Technology (DLT)* come fenomeni eversivi degli istituti giuridici consolidati; il profilo di novità che lo sviluppo di tali tecnologie offre consiste semmai in una inedita forma di rappresentazione e circolazione di posizioni giuridiche soggettive note»; in altri termini, «il *token* altro non è che un veicolo digitale che consente l'incorporazione di determinati diritti, permettendone la circolazione semplificata e garantita tramite l'infrastruttura *blockchain*».

⁵¹ P. SPADA, *La circolazione della “ricchezza assente” alla fine del Millennio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, 408; M. COSSU e P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 408.

⁵² M. CIAN, *Strumenti finanziari dematerializzati, diritto cartolare e diritto societario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, 11 ss.

l'emersione di innovative modalità di intermediazione e di compromissione di interessi⁵³.

Del resto, va evidenziato che le forme alternative di gestione non sono riconducibili entro una categoria unitaria, quella dei titoli di credito, sebbene presentino caratteri somiglianti⁵⁴. E infatti le specifiche caratteristiche e modalità di funzionamento dei diversi sistemi di gestione non consentono una loro speculare sovrapposizione né favoriscono un intervento meramente correttivo delle disposizioni del codice civile e del TUF.

Le differenti tecniche di gestione incidono sulla legittimazione dei titolari degli strumenti finanziari ad esercitare i relativi diritti tanto da prefigurare il superamento della neutralità dei sistemi di gestione, ovvero dell'equivalenza funzionale delle tecniche di gestione esistenti con le regole proprie della tecnologia a registro distribuito⁵⁵.

Fino ad ora i meccanismi di legittimazione dei sistemi di gestione sono stati pressoché equivalenti, sempre mediati dalla documentazione cartacea: nel regime cartolare è prevista la consegna della *chartula* e la dimostrazione di una girata autenticata (art. 2355, comma 3, c.c.); nel regime dematerializzato, invece, è prevista l'attestazione dell'esibizione delle certificazioni e delle comunicazioni all'emittente,

⁵³ L. PICARDI, *Nuove prospettive nella raccolta del risparmio e ordine del mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Suppl. 3 al n. 1, 2022, 40.

⁵⁴ Con riferimento al regime scritturale, introdotto con il d.lgs. 25 giugno 1998, n. 213, e all'impossibilità di qualificare il titolo azionario dematerializzato come titolo di credito si veda G. GUIZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione. La circolazione delle azioni tra diritto cartolare, diritto comune e diritto del mercato finanziario*, Milano, 2000, 70 ss.

⁵⁵ Sul concetto di neutralità in virtù del quale i meccanismi di legittimazione del sistema di gestione accentrata sono funzionalmente equivalenti rispetto a quelli di legittimazione cartolare si vedano R. LENER, *La «dematerializzazione» dei titoli azionari e il sistema Monte Titoli*, Milano, 1989, 89 ss.; C. ANGELICI, *La legittimazione dell'azionista nel sistema monte titoli*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, 254 ss.; M. SANGIORGIO, *Problemi e prospettive della dematerializzazione*, in *Riv. dir. impr.*, 1991, 74 ss.; F. MARTORANO, voce *Titoli credito: g) titoli di gestione accentrata (Monte Titoli)*, in *Enciclopedia del diritto*, XLIV, Milano, 1992, 651 ss.; M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino, 2012, 155 ss.

rispettivamente rilasciate o effettuate dagli intermediari (artt. 83-*quinquies* e *sexies* TUF)⁵⁶.

I registri distribuiti sembrerebbero superare definitivamente la mediazione dei meccanismi di legittimazione cartacea: con le registrazioni digitali il titolare riceve un'immediata legittimazione all'esercizio di tutti i diritti collegati alla titolarità di *security tokens*, senza alcuna intermediazione di altri operatori e senza esibizione di certificazioni (art. 5 decreto *Fintech*). Ciò avviene perché i registri digitali identificano in qualsiasi momento i soggetti in favore dei quali sono effettuate le scritturazioni, la specie e il numero degli

⁵⁶ Invero, già con il regime di dematerializzazione il legislatore avrebbe potuto superare la mediazione della documentazione cartacea. Si veda G. TROVATORE, *Sulla neutralità del sistema di gestione accentrata di strumenti finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, 353 e 354, il quale si chiede per quale motivo non sia stato disposto, nel regime della dematerializzazione, insieme con la decartolarizzazione del titolo azionario, anche la sostituzione con entità informatica del documento di legittimazione dell'esercizio dei diritti corporativi dal momento che la certificazione costituisce pur sempre un'entità materiale cartacea nella circolazione degli strumenti finanziari. Tuttavia, l'A. riconosce che la sostituzione della certificazione cartacea con un equivalente informatico avrebbe determinato nuovi costi a carico di emittenti e intermediari e non avrebbe fornito benefici ai soggetti interessati poiché non avrebbe potuto formare oggetto di atti di disposizione. Ad ogni modo, l'A. ritiene che il principio di neutralità del sistema di gestione accentrata rispetto al sistema di gestione cartolare sia stato messo in discussione per due ragioni: in primo luogo, con la dematerializzazione è venuta meno la funzione legittimante dell'intestazione nel libro dei soci; in secondo luogo, l'introduzione di norme regolamentari, con la previsione di segnalazione periodica all'emittente dei nominativi dei titolari di strumenti finanziari registrati nel conto dell'intermediario, a prescindere dall'esercizio effettivo dei diritti, sembra costituire un distinto obbligo informativo indipendente dalla legittimazione all'esercizio dei diritti corporativi. In argomento, si rinvia, altresì, a P. FERRO-LUZZI, *Azioni: gestione accentrata o dematerializzazione; partecipazione all'assemblea*, in *Riv. soc.*, 2002, 488 ss., che giunge alla conclusione che il legislatore avrebbe perseguito, con l'introduzione del sistema di gestione accentrata, l'obiettivo della neutralità che, però, non avrebbe raggiunto. L'A. asserisce che il dato fondamentale dal quale può arguirsi che la neutralità del sistema di dematerializzazione sia stata scalfita è l'art. 32, comma 1, del d.lgs. n. 213/98 in base al quale «il titolare del conto ha legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari in esso registrati»: la formula legislativa adottata conferisce la legittimazione in base alla registrazione, nonché alla disciplina propria di ciascuno degli strumenti finanziari, evidenziando pertanto una cesura in termini di legittimazione tra sistema cartolare e sistema in regime di dematerializzazione.

strumenti finanziari digitali da ciascuno detenuti (art. 4 decreto *Fintech*). Tale identificabilità consente di ritenere compatibile il sistema di gestione *DLT* con il divieto normativo che esclude, con riferimento alle azioni, l'emissione di titoli al portatore (art. 1, comma 1, r.d.l. n. 1148/1941), assicurando la nominatività delle registrazioni⁵⁷.

Le movimentazioni digitali nel registro distribuito offrono una rappresentazione simultanea delle vicende organizzative riguardanti la compagine sociale⁵⁸. Con il decreto *Fintech* la legittimazione all'esercizio dei diritti amministrativi e patrimoniali è determinata con riferimento alle registrazioni rilevate al termine della giornata contabile individuata dallo statuto dell'emittente (art. 7 decreto *Fintech*), così da limitare le situazioni nelle quali si verifica una dissociazione tra titolarità ed esercizio del diritto di intervento e di voto.

Obiettivo del decreto *Fintech* è tutelare in maniera uniforme beni giuridici primari, quali la fede pubblica nei fenomeni di circolazione della ricchezza; la funzionalità della *governance* delle imprese societarie emittenti e la correttezza e la trasparenza nel funzionamento dei mercati finanziari. In tal senso si giustifica il regime di "riserva di attività" (presidiato da un rigoroso apparato sanzionatorio) per l'istituzione e gestione dei "registri", oltre che l'imposizione di una

⁵⁷ L'art. 1, comma 1, r.d.l. n. 1148/1941 infatti rende di fatto inattuale la disposizione dell'art. 2354 c.c. che, pur ammettendo in linea generale l'emissione di titoli al portatore oltre che di titoli nominativi, fa salvo quanto stabilito dalle leggi speciali. Le uniche eccezioni all'emissione di azioni al portatore, attualmente previste, riguardano le azioni emesse dalle SICAV (art. 45, comma 4, TUF) e le azioni di risparmio (art. 145 e ss. TUF). Sulla capacità della tecnologia *DLT* di soddisfare le condizioni necessarie affinché possa essere trapiantata in questo nuovo ambiente la nominatività obbligatoria dei titoli azionari si veda A. LAUDONIO, *Distributed ledger technology e ICOs (una favola giuridica sisifea sul diritto dei mercati finanziari e l'innovazione)*, in questa *Rivista*, I, 2023, 112.

⁵⁸ A differenza di quanto accade con il meccanismo del c.d. *record date* per le società quotate, in forza delle quali la legittimazione all'intervento e all'esercizio del diritto di voto sarebbero cristallizzate «al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea» (art. 83-*sexies*, comma 2, TUF). Sull'*empty voting* si vedano i contributi di N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 312 ss., e M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 59 ss.

nutrita serie di obblighi (artt. 13 e 23), di requisiti organizzativi e di *governance* (art. 24), nonché di responsabilità (art. 26) in capo al “responsabile del registro”.

Il decreto *Fintech* rappresenta un'importante pietra miliare nell'evoluzione del settore finanziario e non vi è dubbio che comporta una serie di benefici. In primo luogo, costituisce uno stimolo all'innovazione, in quanto fornisce un ambiente regolatorio favorevole, che incoraggia le imprese a sviluppare e ad adottare tecnologie innovative nel settore finanziario. In secondo luogo, può migliorare l'efficienza operativa delle istituzioni finanziarie, riducendo i costi e accelerando i processi. Ancora, promuovendo l'innovazione e riducendo le barriere all'ingresso, il decreto favorisce un maggiore accesso ai servizi finanziari per i consumatori e le imprese. Infine, contribuisce a rendere il settore finanziario nazionale più competitivo a livello globale, ad attrarre investimenti e a promuovere la crescita economica.

4. I tratti peculiari del regolamento MiCA: luci e ombre

Volgendo lo sguardo alla disciplina dettata dal *MiCAR*, avendone chiarito solo il suo ambito di intervento, va innanzitutto osservato che esso conferma una serie di definizioni che, pertanto, si consolidano:

- in primo luogo, quella di cripto attività (nell'art. 3, comma 1.5 *MiCAR*), quale rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analogica;

- in secondo luogo, quella di *utility token* (nell'art. 3, comma 1. 9 *MiCAR*), quale tipo di cripto-attività destinata unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente⁵⁹.

La disciplina dettata dal *MiCAR*, che, come già precisato, si occupa di cripto-attività private non finanziarie, si focalizza su due differenti ambiti: quello dei *token* collegati ad attività (*ARTs*) e dei *token* di moneta elettronica (*EMTs*), da una parte, e quello dei *token* diversi dagli *Arts* e dagli *EMTs* (tra cui gli *utility token*), dall'altro.

⁵⁹ Questa definizione lascia aperta una delicata problematica concettuale, vale a dire il ricorso a tale categoria di *token* per il finanziamento di progetti imprenditoriali, al fine di sottrarsi alla disciplina molto più articolata e impattante che si applicherebbe nel caso in cui tali *token* fossero qualificabili come *security token*.

Tali cripto-attività esibiscono dei paradigmi causali tra loro diversi, riconducibili, essenzialmente, alla disponibilità o al godimento di beni o servizi, nel caso degli *utility token*, e alla funzione di pagamento, nel caso degli *ARTs* e degli *EMTs*.

L'ambito di intervento del *MiCAR* concerne "l'emissione", "l'offerta al pubblico" e "l'ammissione alla negoziazione" delle suddette tipologie di cripto-attività, nonché la prestazione di servizi ad esse connesse da parte di qualsiasi soggetto nel territorio dell'Unione⁶⁰.

Con riferimento agli *utility token*, il *MiCAR* si limita a garantire la trasparenza informativa, incentrandosi sui presidi informativi da adottare in sede di offerta al pubblico e di *marketing*. Sono poi previsti requisiti minimi in capo all'emittente, che deve essere una persona giuridica e deve attenersi ad alcune norme comportamentali di correttezza, professionalità, prevenzione dei conflitti di interesse, parità di trattamento. Non è previsto, dunque, un regime autorizzativo preventivo, né un regime di vigilanza continuativo. Tutto ruota attorno alla pubblicazione del *White Paper*⁶¹, che deve avere determinati

⁶⁰ In particolare, il regolamento *MiCAR* si propone di disciplinare:

- i requisiti di trasparenza e pubblicità in relazione all'emissione, offerta al pubblico e ammissione alla negoziazione (su una piattaforma di negoziazione per cripto-attività) dei *tokens* qui considerati;
- il regime "autorizzativo" e di vigilanza sui prestatori di servizi e sugli emittenti di "*token* collegati ad attività" e "*token* di moneta elettronica" (non anche, quindi, degli altri *token* interessati, come gli *utility token*);
- i requisiti operativi, organizzativi e di *governance* in relazione agli emittenti dei "*token* collegati ad attività" e "*token* di moneta elettronica" (anche qui, non anche in relazione agli altri *token* interessati, cioè essenzialmente gli *utility token*) e ai prestatori di servizi;
- il regime di protezione dei clienti e possessori in relazione all'emissione, negoziazione e custodia dei *crypto-assets*;
- le misure volte a prevenire fenomeni di *market abuse* e ad assicurare l'integrità dei mercati in cui vengono negoziati i *crypto-assets*.

⁶¹ Il *White Paper* è un documento che deve contenere un esaustivo set di informazioni quali: la descrizione dettagliata dell'emittente e del progetto, del tipo di cripto-attività che sarà offerto al pubblico o di cui si chiede l'ammissione alla negoziazione, delle caratteristiche dell'offerta al pubblico, dei diritti e degli obblighi connessi alle cripto-attività e delle procedure e condizioni per l'esercizio di tali diritti; informazioni sulla tecnologia e gli standard sottostanti applicati dall'emittente delle cripto-attività che consentono la detenzione, la conservazione e il trasferimento di tali cripto-attività.

contenuti, e al rispetto di regole da seguire. Non è previsto neppure un visto preventivo del *White Paper* e delle comunicazioni di marketing da parte dell'autorità di vigilanza preposta, ma una mera notifica del documento e poi una specifica responsabilità disciplinata nell'art. 15. Da questo punto di vista, il regolamento pare pienamente rispettoso e coerente con il modello operativo e tecnico oggi tipico di ogni *ICO* (*Inizial Coin Offering*, vale a dire una modalità di raccolta del capitale attraverso l'utilizzo della *blockchain*) e della sua natura disintermediata, che vede un'attività di offerta/collocamento svolta ad opera dell'emittente in via diretta senza l'intervento di alcun altro soggetto.

Il punto di debolezza del *MiCAR*, con riferimento agli *utility token*, risulta la mancanza di una qualsiasi verifica o istruttoria preventiva circa l'affidabilità tecnologica dell'infrastruttura utilizzata dall'emittente, diversamente dal decreto *Fintech*. E sebbene nell'ambito del *MiCAR*, che non attiene ai *security token*, risultano meno evidenti le esigenze di tutela della fede pubblica, del risparmio e della corretta *governance* delle imprese societarie, non vi è dubbio che la normativa *de qua* sia lacunosa con riguardo alle esigenze di tutela dei consumatori e degli investitori⁶². Sarebbe stato opportuno che il *MiCAR* imponesse almeno il ricorso a degli “sponsor tecnologici”⁶³ accreditati a cui affidare la funzione di validare e certificare i protocolli tecnologici adottati, sulla base degli standard di settore e delle *best practices* osservabili sul mercato.

Inoltre, il *White Paper* sulle cripto-attività contiene una dichiarazione chiara e inequivocabile che le cripto-attività possono perdere tutto il loro valore; che possono non essere sempre trasferibili; non essere liquide e, nel caso di offerta al pubblico che ha come oggetto *utility token*, che tali *token* possono non essere scambiabili con il bene o servizio promesso nel *White Paper* sulle cripto-attività.

⁶² Peraltro, la problematica pare ben presente al legislatore europeo: v. Il considerando n. 4 della Proposta *Pilot Regime*, dove può leggersi come “*regulatory gaps exist due to legal, technological and operational specificities related to the use of DLT and crypto-assets that qualify as financial instruments. For instance, there are no transparency, reliability and safety requirements imposed on the protocols and smart contracts underpinning crypto-assets that qualify as financial instruments. The underlying technology could also pose some novel forms of cyber risks that are not appropriately addressed by existing rules*”.

⁶³ Per l'approfondimento di queste opzioni, v. P. CARRIERE, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, cit., 71.

Occorre peraltro sottolineare come la marcata tecnicità del fenomeno imporrà il ricorso, da parte di qualunque emittente/offrente intenzionato a progettare una *ICO* (*Inizial Coin Offering*- vale a dire una modalità di raccolta del capitale attraverso l'utilizzo della *blockchain*) ad operatori specializzati: i prestatori di servizi per cripto-attività, sottoposti, invece, ad un articolato regime autorizzativo e di vigilanza⁶⁴.

Un altro aspetto da sottolineare è che la disciplina dettata dal *MiCAR* è concentrata sulla completezza e correttezza informativa della documentazione richiesta, senza investire il contenuto del progetto sottostante. In realtà, la scelta che era stata prefigurata dalla Consob era diversa: pur evidenziandosi che il focus della disciplina dovesse essere la trasparenza informativa del *White Paper*, il Rapporto finale chiariva che spettava ai gestori delle piattaforme verificare la validità delle operazioni proposte, anche in considerazione della tipologia degli investitori cui le offerte si rivolgono: verifiche, queste, da dettagliare con misure di secondo livello, ma non vi è dubbio che trattasi di un ambito non facile da regolamentare.

Diverso è il regime previsto dal *MiCAR* per i “*token* collegati ad attività” e per i “*token* di moneta elettronica”. In questo caso, infatti è disegnato un vero e proprio (e articolato) regime “autorizzativo”, sottoposto alla preventiva valutazione dell'autorità competente nello Stato membro, oltre ad un dettagliato regime di vigilanza di tipo continuativo. Sono poi previsti rigidi e dettagliati requisiti operativi, organizzativi, prudenziali e di *governance*, così come è prevista una procedura “autorizzativa” per operazioni di acquisizione che avessero ad oggetto tali “emittenti”.

Anche la disciplina dei “prestatori di servizi per cripto-attività” è improntata ad un articolato regime “autorizzativo”. La prestazione di tali servizi nel territorio dell'Unione è, infatti, riservata solo a “una persona giuridica o a un'altra impresa autorizzata” (oltre a un ente creditizio, un depositario centrale di titoli, un'impresa di investimento, un gestore del mercato, un istituto di moneta elettronica, una società di gestione di un organismo di investimento collettivo in valori mobiliari o un gestore di un fondo di investimento alternativo autorizzato a

⁶⁴ Cfr. P. Carrière, *Decreto Fintech e MiCAR: il quadro normativo sulle cripto-attività*, in *dirittobancario.it*, maggio 2023.

prestare servizi per le cripto-attività), che abbia sede legale in uno Stato membro in cui presta almeno parte dei suoi servizi, oltre alla sede di direzione effettiva nell'Unione e purché almeno uno degli amministratori sia residente nell'Unione⁶⁵.

Sono poi previsti articolati e dettagliati obblighi comportamentali generali di correttezza, onestà e professionalità; requisiti prudenziali; presidi organizzativi e informativi; regole di prevenzione e gestione dei conflitti di interessi; regole sull'esternalizzazione di funzioni e sulla gestione dei reclami. I singoli servizi sono poi disciplinati con un pacchetto di norme *ad hoc* sostanzialmente ritagliato su quello applicabile ad analoghi “servizi di investimento”. Particolare attenzione viene riservata all'attività di “custodia” e “amministrazione” dei *tokens* e dei fondi di pertinenza della clientela.

5. Conclusioni

Alla luce della disamina tracciata, la disciplina dei *security token* contenuta nel decreto *Fintech* appare più lacunosa rispetto alla disciplina del *MiCAR* per le cripto-attività ivi considerate. Per colmare tali lacune non pare sufficiente la mera equiparazione tra “strumenti finanziari” e “strumenti finanziari *DLT*” ai sensi dell'art. 18 del Regolamento *Pilot* e dell'art. 31 del decreto *Fintech*, che dovrebbe rendere applicabile agli strumenti finanziari *DLT* la disciplina MIFID e TUF. Tale disciplina, da un lato, omette di considerare le specificità, le problematiche e le esigenze di tutela connesse al contenuto tecnologico *DLT*, e, dall'altro lato, lascia scoperte e non disciplinate intere aree di attività aventi ad oggetto *strumenti finanziari DLT*.

Si può poi osservare che la disciplina dettata dal *Fintech* sulla emissione e circolazione degli strumenti finanziari digitali, prevedendo, giustamente, una serie di barriere (tecnologiche, giuridiche, organizzative) per la predisposizione di un registro che possa consentire l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari digitali, lascia presagire un fenomeno di concentrazione di tale operatività in capo a pochi operatori, di natura professionale (presumibilmente bancaria o già svolgenti funzioni di depositari centrali), capaci di sviluppare e gestire una tale complessa infrastruttura tecnologica secondo modelli

⁶⁵ Vedi art. 59, comma 2, *MiCAR*.

che tenderanno, dunque, ad imporsi come *standard* di mercato, a cui ricorreranno gli emittenti. Nonostante il lodevole intento del legislatore di aprire ad una vasta gamma di soggetti il ruolo di "responsabili del registro", sembra difficile immaginare, almeno in questa fase, un ampio ricorso da parte di diversi operatori a questa evoluzione *fintech* e, ancor meno, il ricorso autonomo da parte degli emittenti (benché rientrino tra i soggetti ammessi, sia pure limitatamente alle proprie emissioni).

Volgendo lo sguardo al regolamento *MiCA*, va evidenziato che esso non disciplina la finanza decentralizzata (non si applica ai *bitcoin* e alle criptovalute simili): l'applicazione del *MiCAR* è esclusa esplicitamente quando non sia individuabile un emittente da identificare e sottoporre a regolamentazione. È allora auspicabile un intervento del legislatore euro-unitario di regolamentazione della finanza decentralizzata, per la quale non sono ancora stati ideati appropriati strumenti di controllo e di tutela, considerata l'inadeguatezza della tradizionale regolazione finanziaria. In mancanza di una normativa *ad hoc* dovranno continuare ad essere applicate, ove possibile, le disposizioni esistenti, riconducendo il fenomeno *bitcoin* ora nell'ambito della prestazione dei servizi di pagamento ora nell'ambito della prestazione dei servizi finanziari.

Infine, sebbene il *MiCAR* insista più volte, come già precisato, sul fatto che le cripto-attività non possano essere strumenti finanziari, rimarcando la circostanza che oggetto della disciplina *MiCAR* sono le sole cripto-attività non rientranti nella vigente legislazione dell'Ue in materia di mercati e servizi finanziari, non vi è in realtà una chiara distinzione tra le cripto-attività *MiCAR* e gli strumenti finanziari. Si rimette infatti agli stessi emittenti di attestare la circostanza che le cripto-attività da loro emesse non abbiano le caratteristiche di uno strumento finanziario⁶⁶ e ciò perché non sono evidentemente chiari i

⁶⁶ Attesa l'attitudine (e il rischio) delle cripto-attività *MiCAR* a soddisfare esigenze non solo di pagamento o funzionali alla raccolta di capitali, ma anche di investimento finanziario, si chiede agli stessi emittenti di attestare la *non finanziarietà* delle cripto-attività. Si domanda, infatti, agli emittenti di cripto-attività diverse dagli *ARTs* e dagli *EMTs* di presentare unitamente alla notificazione del *white paper* anche una "dichiarazione" relativa al fatto che la cripto-attività offerta non può essere considerata uno strumento finanziario (ossia una cripto-attività non disciplinata dalla presente regolamentazione), oltretutto un *token* di moneta elettronica o un *token* collegato ad attività (art. 8, comma 4, *MiCAR*). L'art. 18, comma 2, lett. e) *MiCAR* stabilisce, a sua volta, che la domanda di autorizzazione degli

requisiti per classificare una cripto-attività come strumento finanziario o non finanziario⁶⁷.

emittenti *ARTs* debba essere corredata da un “parere giuridico” che escluda l’assimilabilità dei medesimi nell’ambito delle cripto-attività non disciplinate dalla presente regolamentazione (ossia strumenti finanziari), oltretutto dei *tokens* di moneta elettronica. La dichiarazione circa la mancata qualificazione della cripto-attività emessa o offerta in termini di strumento finanziario è rimessa dunque all’emittente.

⁶⁷ Tanto è vero che, nonostante la nuova nozione di strumento finanziario emesso su *DLT*, si sente la necessità di affidare all’ESMA l’incarico di pubblicare orientamenti “*su criteri e condizioni per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari [...] e di attribuire agli offerenti e a chi chiede l’ammissione alle negoziazioni la principale responsabilità circa la corretta qualificazione dei cripto-assets*” (cons. 14 *MiCAR*). Il che, verosimilmente, dipende dalla stessa nozione comunitaria e nazionale di “strumento finanziario”, di difficile definizione, che, – fatta eccezione per i titoli esemplificativamente riportati nell’elenco normativo All. n. 1, Sez. C, Direttiva n. 2014/65 *MiFID2* – discende dalla valutazione svolta, in relazione al singolo caso, con riferimento alle specifiche caratteristiche dei “valori” interessati che incidono sulla loro “negoziabilità” nel mercato dei capitali. Anche la BCE (Parere del 19 febbraio 2021 sulla Proposta *MiCAR*) auspica maggiore chiarezza per quanto riguarda la distinzione tra le cripto-attività che possono essere qualificate come strumenti finanziari (rientranti nell’ambito *MiFID*) e quelle che rientrano nell’ambito di applicazione del *MiCAR* (punto 1.4).