



CAMERA DEI DEPUTATI

VI Commissione permanente (Finanze)

Pacchetto Finanza Digitale

Audizione del Consorzio CryptoValues

D.ssa Federica Rocco, Avv. Andrea Conso,

Avv. Roberto Ferretti, Dott. Andrea Medri e Dott. Francesco Avella

Milano/Roma, 22 giugno 2021



Signor Presidente, Onorevoli Deputati,

Il Consorzio CryptoValues ringrazia la Commissione per l'opportunità offerta di esprimere le proprie osservazioni sul Pacchetto Finanza Digitale proposto dalla Commissione europea nel mese di settembre dello scorso anno ed attualmente all'esame del Parlamento europeo.

Il Consorzio, in collaborazione con i professionisti di Annunziata & Conso per la parte legale e regolamentare e di Avella & Associati per la parte fiscale, sta partecipando attivamente al procedimento legislativo europeo relativo alle proposte di regolamenti e direttive che compongono il Pacchetto e che si trovano attualmente all'esame del Parlamento europeo.

Ci sia anzitutto consentito esprimere a nostra volta il nostro ringraziamento per questo gradito invito, che ci consente di sottoporre a codesta Commissione in nome del Consorzio CryptoValues alcune considerazioni sul Pacchetto Digital Finance, proposto dalla Commissione europea il 24 settembre scorso.

Date le finalità statutarie del Consorzio CryptoValues e per evidenti ragioni di sintesi, il nostro intervento si concentrerà sulla proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività, emanata dalla Commissione europea lo scorso 24 settembre [COM(2020) 593 final - 2020/0265 (COD)] e meglio nota con l'acronimo inglese "MiCA" (*Markets in Crypto-Assets*), che costituisce uno degli assi portanti del Pacchetto Digital Finance di cui abbiamo detto.

Pur consapevoli dei limiti che tutte le schematizzazioni comportano, articoleremo le nostre considerazioni sulla proposta di regolamento MiCA attorno ai seguenti profili:

1. il contesto di mercato e normativo nel quale la Proposta di regolamento si colloca;
2. le finalità della proposta di regolamento MiCA;
3. le scelte normative operate dalla Commissione europea;
4. gli aspetti della Proposta che mostrano margini di miglioramento;
5. i possibili interventi del Legislatore e delle Autorità di vigilanza nazionali nella fase che precede l'emanazione del regolamento MiCA.

1. Il contesto di mercato e normativo nel quale la Proposta di regolamento si colloca

Per meglio comprendere l'importanza e, al contempo, i limiti della proposta di regolamento MiCA è opportuno un rapido inquadramento del contesto di mercato e normativo nel quale esso si colloca.



Dalla comparsa del Bitcoin (era il 2008) ad oggi il numero delle cosiddette valute virtuali in circolazione è cresciuto fino a superare le 5000 unità, con una capitalizzazione che su scala mondiale ha sfondato, nello scorso mese di marzo, il tetto dei **2000** miliardi di dollari (capitalizzazione per il **60%** riferita a Bitcoin).

Sin qui, si è trattato di uno sviluppo controverso, caratterizzato a livello globale da una sostanziale assenza di regole e di controlli sino almeno a tutto il 2017. “*Code is law*” è stato per molto tempo lo slogan che ha guidato l’ascesa del fenomeno, nella convinzione che le criptovalute potessero “sfuggire legittimamente” all’applicazione di regole che ne disciplinassero l’emissione, la circolazione, l’uso e la conversione in valute fiat. Siffatta posizione si è velocemente “sgretolata”, e non poteva essere diversamente, sin dalle prime prese di posizione di molte Autorità di vigilanza nazionali ed internazionali sui mercati finanziari. Riferendoci all’Italia, nella Relazione Consob per l’anno 2018, tra i 276 accertamenti relativi a fenomeni illeciti realizzati via Internet già si dava atto dei primi “22 casi di condotte abusive” riferiti alla commercializzazione di criptovalute. Il numero, ci ha ricordato il 14 giugno scorso nella sua relazione al mercato il Presidente della medesima Consob, Prof. Paolo Savona, è cresciuto negli anni e gli esempi si contano ormai a decine.

1.1. *Perché è importante qualificare correttamente criptovalute e token/crypto-asset e quali sono stati sin qui i tentativi di regolamentazione in EU e in Italia*

Se si accantonano per un momento gli “estremi” del dibattito sul fenomeno delle criptovalute, a volte connotati da approcci aprioristici, ciò che resta è la portata innovativa delle *Distributed Ledger Technologies* (DLT) e in particolare della tecnologia *blockchain*, sempre più diffusa e capace di dare impulso, tramite il fenomeno della “tokenizzazione” di *asset* e di diritti, ad un nuovo mercato, che si colloca al confine dei mercati finanziari e dei capitali.

Come ogni innovazione che è in grado di esprimere valore, anche il “mercato” delle crypto-attività ha però bisogno di regole certe per poter funzionare e progredire, regole idonee a presidiare i rischi insiti nelle nuove attività che in tale mercato si svolgono ed applicabili a livello transnazionale, stante la naturale dimensione globale delle infrastrutture informatiche su cui il mercato stesso si poggia.

In Europa continentale si trovano alcune tra le iniziative più interessanti al riguardo.

La Svizzera è stata uno dei primi Paesi a manifestare una specifica attenzione al fenomeno delle crypto-attività, da ultimo culminata nell’emanazione di una legislazione nazionale dedicata, più in generale, all’industria della *blockchain* (Legge federale sull’adeguamento del diritto federale agli sviluppi della tecnologia di registro distribuito del 1° febbraio 2021).

Già nel 2018 Malta aveva (tentato) di regolamentare il mercato delle *Initial Coin Offerings* (ICOs) con una normativa *ad hoc*, compatibile con il quadro regolamentare comunitario in materia di sollecitazione del pubblico risparmio.



Anche la Francia, con la legge 2019-486 (nota come “*Loi PACTE*”), ha introdotto un regime regolamentare facoltativo per le ICOs e per i *provider* di servizi di *crypto-asset*. Quel Paese ha inoltre mostrato un atteggiamento aperto verso la “cripto-economia”: si pensi ai vari ETP quotati alla Borsa di Parigi, nonché al recente “esperimento” di emissione di moneta elettronica/*stablecoin* Euro/digitale condotto dalla Banca centrale francese (si veda il comunicato della Banque de France del 20 maggio 2020, “*Avancement de la démarche d’expérimentations de monnaie digitale de banque centrale lancée par la Banque de France*”).

Parimenti si è mossa la Germania che, con una legge sulle criptovalute del 2020, ha inserito nel *Kreditwesengesetz* (KWG, il testo unico bancario della Repubblica Federale di Germania) la definizione dettata dalla legge di attuazione della V Direttiva Antiriciclaggio – che, peraltro, ricalca la definizione contenuta nella corrispondente disciplina italiana –, qualificando tutte le cripto-attività come strumenti finanziari.

Gli esempi sono molti, tutti però caratterizzati da una portata “regionalistica”, poco utile o palesemente inadeguata a coprire le necessità di regolamentazione e di controllo di un mercato che, come detto, coinvolge operatori e una utenza naturalmente globali.

In questo panorama non fa eccezione l’Italia, ancorché sin qui si sia dimostrata tra i Paesi più attenti alle dinamiche di questo nuovo mercato.

Basti ricordare in questa sede come proprio il Legislatore italiano, per primo tra i legislatori dell’Unione, abbia sentito l’urgenza di anticipare (con il D.lgs. n. 90 del 25 maggio 2017, modificativo del D.lgs. 231/2007) parte della disciplina in materia di *crypto-asset* contenuta della V Direttiva Antiriciclaggio (Direttiva (UE) 2018/843). Si tratta di un primato probabilmente planetario, che tuttavia non ha trovato ad oggi una compiuta attuazione, essendo rimasto ancora in bozza il decreto ministeriale attuativo, sottoposto a pubblica consultazione già nel 2018. Ma sul tema della disciplina antiriciclaggio torneremo tra pochissimo.

Menzione particolare merita anche l’iniziativa della Consob che nel gennaio 2020 ha pubblicato un articolato Rapporto a proposito delle “*Offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*”. In tale Rapporto, la Consob chiarisce che il *fenomeno delle criptovalute deve essere anzitutto analizzato alla luce della normativa esistente*, tant’è che la qualificazione giuridica dei *token* (già in circolazione o di futura emissione) deve essere verificata seguendo la ormai condivisa ripartizione tra *security*, *payment* e *utility token* e considerando le possibili combinazioni di queste tre tipologie (c.d. *token* “ibridi” o addirittura “mutanti”). Dalla riconduzione dei *token* all’una o all’altra delle categorie sopra richiamate può conseguire – sempre secondo la Consob – l’applicazione agli stessi delle discipline in materia di servizi di pagamento, di raccolta del risparmio e offerte pubbliche, di *crowdfunding* e di servizi d’investimento. Per sistemi come quello italiano la categoria del “prodotto finanziario” è dunque molto ampia e flessibile, perciò capace di intercettare un numero estremamente vasto di casi. L’iniziativa della Consob non ha però ancora portato alla adozione di una disciplina dedicata a livello nazionale, probabilmente frenata dalla Proposta della Commissione europea che costituisce l’oggetto di questo intervento.



2. Le finalità della proposta di regolamento MiCA

Nel panorama che si è sopra tratteggiato si pone la proposta di regolamento MiCA, il cui obiettivo dichiarato è quello di “*armonizzare il quadro europeo per l’emissione e il commercio delle varie tipologie di token crittografici come parte della strategia di finanza digitale europea*”, garantire “*la certezza del diritto per le cripto-attività non disciplinate dalla vigente legislazione dell’UE in materia di servizi finanziari*” e “*stabilire norme uniformi per gli emittenti e i fornitori di servizi per le cripto-attività a livello dell’UE*” (v. Relazione che accompagna la Proposta).

Il regolamento MiCA introduce dunque una disciplina dei *crypto-asset* diversi dagli strumenti finanziari direttamente applicabile in tutti gli Stati dell’Unione e destinata a sostituire le corrispondenti normative nazionali eventualmente esistenti. Una simile normativa eurounitaria costituisce un *unicum* a livello mondiale e può comportare enormi vantaggi per le imprese ed i cittadini dell’Unione, rendendo quest’ultima il primo mercato unico “continentale” dei nuovi *asset* e assicurandole una posizione di avanguardia rispetto ad altri ordinamenti, inclusi gli Stati Uniti.

Due – *inter alia* – ci sembrano le conseguenze più rilevanti che si auspica possano conseguire all’emanazione del regolamento MiCA.

In primo luogo il **superamento dell’arbitraggio normativo**, che attualmente facilita lo spostamento delle operazioni dai Paesi con regolamentazione più severa a quelli con norme meno restrittive.

Ne abbiamo avuto un esempio evidente in ambito domestico quando il Governo italiano ha deciso di anticipare – come visto sopra – parte della disciplina in materia di *crypto-asset* contenuta nella V Direttiva Antiriciclaggio. Il Legislatore italiano ha mirato “*ad includere, sia sul piano dei soggetti obbligati all’adempimento degli obblighi antiriciclaggio, sia su quello delle fattispecie rilevanti, una casistica ampia, variegata e difficilmente codificabile*” (Relazione di accompagnamento dello schema del D.lgs. n. 90/2017). Nella definizione di cui trattasi possano “convivere”, solo per fare alcuni esempi, *asset* (in senso lato) riconducibili alle nozioni di “beni” (così come definiti nell’art. 810 c.c.), “documenti” o “titoli di legittimazione”, “strumenti finanziari” (come definiti dall’art. 1, comma 2, del TUF), “prodotti finanziari” (come definiti nell’art. 1, comma 1, lett. *u*), del TUF), “strumenti di pagamento” (come definiti dall’art. 1, comma 1, lett. *s*), del D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11) e così via. Tale voluta onnicomprensività della definizione si spiega tenendo presente l’obiettivo della disciplina, che è *il contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo*, un intento totalmente condivisibile, ma che per la sua precocità ha penalizzato gli operatori italiani rispetto alla maggiore attività e vitalità di chi è stato contestualmente attivo su mercati meno normati. Ulteriore effetto è però la perdita di controllo sulla operatività dei cittadini italiani che (trattandosi nell’esempio di operatori esteri, ma che muovono a vario titolo nel bacino della Unione Europea) hanno potuto agilmente trasferire i propri capitali, operando su questi *exchange* meno regolamentati. Evidente come le attese di presidio e controllo sottese alla norma, giustamente voluta dal nostro Legislatore, siano state nella pratica largamente frustrate per effetto del “fisiologico arbitraggio” che normative disomogenee consentono e che, nel tempo, non è sempre facile recuperare.



Insistendo sull'esempio AML, tale ultima considerazione trova conferma sempre nella recente cronaca. Basti osservare come il livellamento normativo del gennaio 2020, data in cui la V Direttiva è stata recepita in pressoché tutta l'Unione, non abbia portato all'atteso superamento del *gap* tra operatori concorrenti, con sede fuori dell'Italia. Due anni di "vantaggio" in "assenza di regole" ha consentito, soprattutto nel semento degli operatori cc.dd. "exchange", di acquisire un vantaggio di posizione (in termini di volumi e utenze) che rende difficile, per gli stessi governi ed Autorità di vigilanza, recuperare il controllo di tali operatori.

Insomma, senza volersi dilungare o potendo approfondire i tanti casi – ormai noti –, l'esempio richiamato aiuta a chiarire l'importanza di una azione coordinata a livello sovranazionale, soprattutto sul piano della regolamentazione di nuovi mercati.

In secondo luogo, il regolamento MiCA assicurerà a tutti gli emittenti (ad eccezione di quelli che effettuano offerte di importo limitato) e ai fornitori di servizi di beneficiare di un **passaporto UE**, che consentirà loro di operare in tutti gli Stati membri sia in regime di libera prestazione di servizi, sia mediante l'insediamento di succursali. Condizione essenziale, anche per gli effetti di minor impatto economico in termini di organizzazione e stabilimento locale, per lo sviluppo di imprese che – come già osservato – hanno una naturale necessità di operare su base transfrontaliera, senza peraltro alcuna effettiva necessità di siti produttivi localizzati.

3. Le scelte normative operate dalla Commissione europea

Passando ad esaminare il merito delle scelte normative adottate dalla Commissione europea quanto ha redatto la proposta di regolamento MiCA, dobbiamo anzitutto evidenziare che per la seconda volta nella storia della normativa europea in materia bancaria e finanziaria (il primo tentativo è probabilmente rappresentato dalla disciplina in materia di moneta elettronica, oggi contenuta nella direttiva 2009/110/CE o EMD II) la Commissione ha utilizzato la tecnologia, anziché il contenuto economico-giuridico del prodotto o del servizio, come "driver" per individuare l'ambito di applicazione di un plesso normativo.

Se approvato, il regolamento MiCA si applicherà, infatti,

- a tutti gli emittenti di cripto-attività che non ricadono nella nozione di strumenti finanziari contenuta nella MiFID II (direttiva 2014/65/UE) e
- a tutti i prestatori di servizi connessi con tali cripto-attività,

a prescindere dalla natura del "valore" o del "diritto" incorporato nelle cripto-attività stesse e, quindi, "tokenizzato".

L'intento della Commissione europea di disciplinare la tecnologia è dimostrato dall'amplessima definizione di "cripto-attività", dichiaratamente "catch-all" e aperta ("Una



rappresentazione digitale di valore o di diritti che possono essere trasferiti e memorizzati elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analogà; cfr. l'art. 3, par. 1, punto 2, della Proposta).

Passando ad esaminare nel merito le scelte normative adottate dalla Commissione europea, notiamo che la proposta di regolamento MiCA intende:

- creare una disciplina che potremmo definire “interstiziale” che regoli – come sopra accennato – tutte le cripto-attività che non sono qualificabili come strumenti finanziari e, tra questi, i “token collegati ad attività” (o “*asset referenced token*”, quali, ad esempio, gli *stablecoin*) e i token “residuali” perché non appartenenti a nessuna delle altre categorie (inclusi i cc.dd. *utility token*);
- estendere le garanzie previste dalla direttiva moneta elettronica in favore di chi acquista tale moneta a tutti i “*token di moneta elettronica*”, definiti come “*un tipo di cripto-attività il cui scopo principale è quello di essere utilizzato come mezzo di scambio e che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una moneta fiduciaria avente corso legale*”;
- adeguare la vigente disciplina della moneta elettronica quando questa è emessa sotto forma di *token*.

L'intervento normativo è completato da una proposta di direttiva [COM(2020) 596 final – 2020/0268 (COD)] che ha, tra gli altri, lo scopo di estendere la disciplina prevista MiFID II agli strumenti finanziari emessi sotto forma di *token*, che, come detto, sono esclusi dall'ambito di applicazione del regolamento MiCA.

Sempre sul piano delle scelte normative, osserviamo che la Commissione europea ha plasmato la proposta di regolamento MiCA sulla base di quelli che potremmo definire, da un lato, il “modello MiFID” (cioè la disciplina in materia di intermediazione finanziaria) e, dall'altro e soprattutto per quanto riguarda l'impianto sanzionatorio, il “modello MAD/MAR” (cioè, la normativa europea in materia di abusi di mercato).

Dietro questa scelta della Commissione europea si intravede a nostro parere la convinzione – probabilmente indotta dall'uso che i risparmiatori hanno fatto delle cripto-attività nel recente passato – che la “tokenizzazione” di un qualsiasi “valore o diritto” comporti esigenze di tutela simili a quelle considerate dal Legislatore europeo quando ha disciplinato l'emissione, il collocamento, la circolazione e l'esercizio dei diritti incorporati negli strumenti finanziari e gli abusi di mercato, come, peraltro, a più riprese evidenziato anche dalle Autorità di vigilanza europee e del nostro Paese.

4. Gli aspetti della Proposta che presentano margini di miglioramento

Diversi sono a nostro avviso i profili della Proposta che meritano di essere attentamente valutati e che presentano margini di miglioramento; profili che il Consorzio CryptoValues



ha più volte evidenziato nella propria interlocuzione con esponenti sia della Commissione europea, sia del Parlamento di Strasburgo.

- Anzitutto, la **Proposta contraddice il principio** da sempre dichiarato e attuato dal Legislatore europeo **della neutralità tecnologica**, cioè dell’invariabilità della disciplina al variare della tecnologia che permette di prestare il servizio che tale disciplina intende regolare (si pensi dalla direttiva (UE) 2015/2366 in materia di servizi di pagamento, meglio nota come PSD II).

Anzi, si potrebbe dire che la proposta di regolamento MiCA “ribalta” tale principio, perché è la tecnologia (cioè, la “tokenizzazione”) a provocare l’applicazione della nuova disciplina, mentre il contenuto economico-giuridico delle crypto-attività comporta unicamente alcune modifiche di tale disciplina, fermo, comunque, l’impianto “quasi MiFID” di cui si è detto sopra.

- Il risultato della scelta di regolare la tecnologia, anziché il servizio, è una **tendenziale “finanziarizzazione” di tutte le tipologie di crypto-attività**, la quale provoca a sua volta **l’introduzione di requisiti normativi non sempre facilmente giustificabili**.

Non può infatti sfuggire ad una lettura anche solo superficiale della Proposta l’evidente richiamo alla MiFID II per ciò che riguarda, *inter alia*, il regime autorizzativo e la disciplina che regola l’attività di emittenti e fornitori di servizi per i *crypto-asset*. Ne consegue che, a parità di attività/servizi – come nel caso della moneta elettronica, e delle carte di pagamento –, **l’ente che utilizza la DLT subisce l’onere di maggiori adempimenti, responsabilità e costi di struttura rispetto a chi opera in maniera tradizionale**.

- In questa direzione muove anche il **regime sanzionatorio** (Tit. VII, art. 92 e segg.), **particolarmente affittivo e non sempre proporzionato** (soprattutto perché va ad aggiungersi – e non a sostituirsi – a quello previsto da altri provvedimenti normativi) **per tutti i destinatari della norma**, in quanto nei fatti costituito da una **trasposizione (quasi letterale) della disciplina comunitaria in materia di manipolazione dei mercati finanziari e di insider trading**.

Norme, come appena detto, particolarmente affittive, proprie perché pensate per l’operatività caratteristica dei mercati dei capitali e in tale ambito degli strumenti finanziari e solo per queste fattispecie. Corre l’obbligo di ricordare come proprio le premesse di MiCA (v. Considerando) muovano invece dall’assunto che i *crypto-asset* regolati da MiCA NON sono strumenti finanziari per definizione. Insomma, ancora una volta la **confusione tra obiettivi e sviluppo delle intenzioni evidenzia in modo plastico il pensiero comunitario sulla natura finanziaria di tutti – nessuno escluso – i crypto-asset**.

Frutto di questa “finanziarizzazione” delle crypto-attività pare essere anche la nuova disciplina dei *token* di moneta elettronica, i quali, pur essendo espressamente assimilati alla moneta elettronica propriamente detta, sono esonerati da quasi tutta



la disciplina in materia (prevista dalla direttiva 2009/110/CE, meglio nota come EMD II) e sono invece assoggettati ad una normativa molto simile a quella prevista per l'offerta al pubblico di strumenti finanziari, che prevede l'obbligo per l'emittente di pubblicare un *white paper* che accompagna l'emissione e una responsabilità dell'emittente stesso molto simile alla responsabilità "da prospetto".

- Si deve inoltre evidenziare che la proposta di regolamento MiCA contiene una **tassonomia delle crypto-attività non sempre ideata** a consentire una chiara individuazione dell'ambito di applicazione della nuova disciplina.

Soprattutto non pare chiara la linea di demarcazione tra i *token* collegati ad attività – la cui definizione (“*un tipo di crypto-attività che intende mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di diverse monete fiduciarie aventi corso legale, di una o più merci o di una o più crypto-attività, oppure di una combinazione di tali attività*”) evoca per certi versi caratteristiche proprie dei derivati – e gli strumenti finanziari disciplinati dalla MiFID II.

L'esigenza di una migliore definizione delle diverse tipologie di crypto-attività è stata evidenziata, tra le altre autorità, dalla Banca centrale europea (cfr. il parere del 19 febbraio 2021; CON/2021/4) e dal Comitato economico e sociale europeo (v. il parere del 24 febbraio 2021; ECO/535).

- La proposta di regolamento MiCA lascia poi trasparire un **approccio incentrato sul concetto di “emittente”** e, quindi, **difficilmente applicabile ad attività basate sulla tecnologia del registro distribuito (DLT)**, che sfuggono a qualsiasi forma di controllo centralizzato.

Questo approccio lascia intravedere una “tentazione” della Commissione europea di estendere *tout court* alle crypto-attività istituti propri della regolamentazione finanziaria esistente.

5. I possibili interventi del Legislatore e delle Autorità di vigilanza nazionali nella fase che precede l'emanazione del regolamento MiCA

A completamento di quanto precede, ci sia consentito spendere alcune parole sugli interventi che, ad avviso del Consorzio CryptoValues, il Legislatore e le Autorità di vigilanza italiani potrebbero porre in essere, al fine di porre il nostro Paese nella migliore posizione per sfruttare in modo sicuro le potenzialità della tecnologia DLT.

5.1. È necessario un intervento normativo nazionale nelle more dell'adozione del regolamento MiCA?

In primo luogo, ci si deve chiedere se è opportuno che il Legislatore nazionale emani norme in materia prima che venga adottato il regolamento MiCA.



In questa prospettiva, si deve osservare che, se, da una parte, le scelte regolamentari in materia non potranno che essere europee, dall'altra tali scelte saranno certamente influenzate da quelle dei Paesi che prima di altri saranno stati capaci di dotarsi delle soluzioni migliori.

Un ulteriore spunto per rispondere alla domanda che ci siamo posti viene dall'intervento che il Dott. Paolo Ciocca ha tenuto nella sua qualità di membro della Consob di fronte a questa stessa Commissione lo scorso 8 giugno. In tale intervento egli ha auspicato che, in attesa che venga adottato il *Digital Finance Package*, il Legislatore italiano modifichi il Codice civile e il TUF al fine di disciplinare l'emissione e la circolazione dei titoli in forma digitale.

Con riferimento a questa proposta, ci sia consentito richiamare l'approccio da noi ipotizzato agli albori della discussione, che ancora appassiona la dottrina, riguardo alla qualificazione giuridica e alla disciplina dei "security token".

Tale approccio prevede il ricorso al comma 5 dell'art. 18 del TUF, che attribuisce al Ministro dell'Economia e delle Finanze "[...] *al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie* [...]" un duplice potere regolamentare integrativo, volto, per un verso – lett. *a)* – ad individuare nuove categorie di strumenti finanziari, servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando anche i soggetti legittimati a svolgerli, e, per altro aspetto – lett. *b)* – ad adottare norme di attuazione e di integrazione delle riserve di attività previste, nel rispetto delle disposizioni europee.

Esercitando il potere normativo delegato di cui si è detto il Ministro potrebbe escludere alcune tipologie di cripto-attività dal regime MiFID II, assoggettandole ad un regime nazionale improntato al principio di proporzionalità, che consenta agli emittenti di tali cripto-attività ed ai prestatori di servizi di esercitare la loro attività in modo ordinato e senza correre il rischio che le cripto-attività in questione siano riqualficate come strumenti finanziari e che la loro attività venga conseguentemente riqualficata come attività riservata.

L'adozione di una disciplina nazionale potrebbe però non essere sufficiente o comunque utile per recuperare il terreno già guadagnato ad esempio da Francia e Germania, come ben evidenziato dal Dott. Paolo Ciocca nelle Conclusioni del suo intervento. Tale disciplina, inoltre, dovrebbe essere capace di accogliere le imprese che vogliono strutturare la propria attività nel rispetto della legge; diversamente, la "diaspora" verso Paesi a minor complessità regolamentare, sarebbe inevitabile e coinvolgerebbe non solo le imprese, ma anche e soprattutto i capitali e i risparmi dei cittadini.

Insomma, un intervento normativo nazionale in attesa dell'emanazione del regolamento MiCA è a nostro parere ipotizzabile, ma comporta rischi che il Legislatore dovrebbe attentamente valutare prima di decidere se e come tale intervento dovrebbe essere fatto.

5.2. *L'attuazione della disciplina in materia di sandbox regolamentari*

Nella prospettiva di un ordinato avvio delle attività nel settore delle cripto-attività,



l'apertura alla “sperimentazione” cui ha fatto cenno anche il Presidente della Consob. Prof. Paolo Savona, potrebbe risultare un approccio più efficace dell'introduzione di una normativa nazionale cui si è sopra fatto cenno, laddove teso a verificare la compatibilità della normativa esistente rispetto a modelli tecnologicamente innovativi.

In questa prospettiva, riteniamo che sia urgente l'emanazione della disciplina di attuazione in materia di *regulatory sandbox* contenuta nell'art. 36, comma 2-*bis*, del Decreto Crescita (D.l. n. 34/2019, convertito, con modificazioni, nella L. n. 58/2019), il cui iter si è interrotto a causa della pandemia nel mese di febbraio 2020, quanto il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha presentato lo schema di decreto attuativo.

5.3. *Un ripensamento della nozione e della disciplina nazionale dei prodotti finanziari*

Concludiamo evidenziando l'esigenza di ripensare la nozione e la disciplina, tutte nazionali, del “prodotto finanziario” (v. art. 1, comma 1, lett. *u*), del TUF) alla luce della finanza digitale e dell'evoluzione futura della disciplina europea in materia.

Tale nozione è stata elaborata in tempi molto anteriori rispetto alla nascita del Bitcoin al fine di individuare l'ambito di applicazione della disciplina della sollecitazione del risparmio. Essa, inoltre, non trova riscontro nel diritto dell'Unione e ricomprende – oltre agli strumenti finanziari previsti e disciplinati dalla MiFID II – “ogni altra forma di investimento finanziario”.

Ebbene, ove venisse accertata la “vocazione finanziaria” dei *crypto-asset*, difficilmente alcuna delle fattispecie di cui all'art. 3) della proposta MiCA riuscirebbe a sfuggire dal perimetro *catch-all* di prodotto finanziario; talché, ancora una volta, il *crypto-asset* verrebbe fatalmente attratto dalla disciplina speciale del TUF.

Al netto di ogni considerazione, quale che sia il testo finale di MiCA, il Legislatore italiano dovrà comunque intervenire per contenere l'evidente rischio di asimmetria nella regolamentazione di questo mercato rispetto al medesimo regime applicabile in altri Stati membri.

5.4. *Un indispensabile coordinamento con la normativa tributaria*

Un eventuale intervento sul piano regolamentare dovrebbe necessariamente tenere conto del suo potenziale impatto sulla normativa tributaria.

Ricondurre le diverse tipologie di *token* ad una o più delle categorie finanziarie esistenti avrebbe infatti, potenzialmente, un riflesso sul regime tributario ad essi applicabile. Ad esempio, ricondurli alla categoria degli “strumenti finanziari” potrebbe render loro applicabile l'art. 67, comma 1, lett. c-quinquies del Testo Unico delle Imposte sui Redditi di cui al d.p.R. 22 dicembre 1986, n. 917 (TUIR) invece dell'art. 67, comma 1, lett. c-ter del TUIR in materia di valute estere, con effetti ingiustificatamente penalizzanti per i contribuenti, che non avrebbero accesso alla franchigia già prevista per le valute estere (e ad oggi estesa in via interpretativa dall'Agenzia delle Entrate alle valute virtuali) e non potrebbero far valere ai fini fiscali le minusvalenze realizzate. Oppure, sempre in via esemplificativa, ricondurre taluni *token* alla categoria dei “prodotti finanziari”



accentuerebbe l'incertezza normativa, dato che i prodotti finanziari non sono menzionati all'interno del TUIR e renderebbe assai dubbia l'individuazione del corretto trattamento fiscale. E ancora, creare una categoria *ad hoc* per i *token*, diversa e ulteriore rispetto a quelle esistenti, renderebbe ancor più necessario un apposito intervento di coordinamento con la normativa tributaria che la porti a contemplare anche tale nuova categoria.

È importante segnalare che, anche laddove si intendesse effettuare un intervento di tipo regolamentare che non incida sulla normativa tributaria, sarebbe comunque indispensabile un'apposita previsione normativa di coordinamento, volta perlomeno a rendere il regime fiscale indipendente e svincolato dall'approccio regolamentare. Il rischio, altrimenti, è di rendere schizofrenico l'inquadramento fiscale e di richiedere al contribuente di svolgere l'esercizio teorico su ciascuna valuta virtuale da egli posseduta al fine di stabilire in quale categoria finanziaria essa possa eventualmente rientrare (si ricordi che i contribuenti hanno potenzialmente accesso a circa 5000 diverse tipologie di valuta virtuale).

Con osservanza,

Federica Rocco

Ceo CryptoValues