

EVOLUZIONE O PERICOLO TECNOLOGICO? QUALE FUTURO DELLE *CRYPTO* PER LA NUOVA NORMATIVA EUROPEA

PROF. AVV. MARCO BOLDINI

HEAD OF FINANCIAL SERVICES FINTECH AND REGULATION, ORRICK

21 giugno 2023



MICAR

Regolamento 2023/1114 (MICAR) → pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione il 9 giugno 2023

Diventerà applicabile 18 mesi dopo la pubblicazione



Definizione di crypto-attività: *una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analoga.*

Quali crypto-attività sono disciplinate dal MICAR?

Token collegati ad attività
(*asset-referenced tokens*)

Token di moneta elettronica
(*electronic money tokens*)

Utility token



Esclusione degli NFT, in quanto crypto-attività "*unique*" e "*not-fungible*" dal perimetro MICAR.

Tutti i token, in realtà, sono tecnicamente infungibili (ciascun token corrisponde ad una specifica stringa alfanumerica) ed anche alcuni NFT possono essere **socialmente accettati come fungibili**, ad esempio:

- NFT rappresentativi e “collegati” a sottostanti (i) beni analogici, talora in via frazionaria, ovvero (ii) a beni “digitali”;
- NFT rappresentativi di un sottostante basket di investimenti in beni analogici e/o digitali-crypto (*cripto-fund units*).

In effetti **MICAR impone di valutare caso per caso se il token sia o meno, nei fatti, fungibile.**

MICAR: vecchie regole per nuovi scenari

Il legislatore UE ha inteso normare:

- l'emissione / offerta al pubblico / ammissione alla negoziazione di crypto-attività;
- la prestazione di servizi su crypto-attività (del tutto assimilabili ai servizi MiFID)

I prestatori di servizi per le crypto-attività devono rispettare dettagliati requisiti in termini di:

- **trasparenza** (*whitepaper*);
- **organizzazione e governance**;
- **regole di condotta** (conflitti di interessi, obblighi informativi, ecc.).

Si conferma che le crypto-attività inquadrabili come strumenti finanziari saranno escluse dall'ambito MICAR e sottoposte a MIFID 2



Il **MICAR** sostanzialmente "replica" il modello **MiFID**, incentrato sulla trasparenza e la fornitura di molte informazioni al cliente finale, e ci si chiede se lo stesso sarà adatto al compito di vigilare e contenere un **settore turbolento ed evanescente come quello dei crypto-asset**.

L'introduzione del *whitepaper* rispecchia la **normativa sui prospetti** e una facile previsione, dettata dall'esperienza in materia di prospetti di strumenti finanziari, è che anche i *whitepaper* possano diventare **lunghi documenti di difficile lettura** e, pertanto, di **dubbia utilità per gli investitori al dettaglio**.



L'**approccio normativo europeo**, tuttavia, ha **eco all'estero** e trova terreno fertile nelle giurisdizioni che non hanno ancora normato il fenomeno delle crypto.

A **febbraio 2023** il Governo del **Regno Unito** ha messo in pubblica **consultazione** alcune proposte di regolamentazione dei *cryptoassets*. L'approccio adottato, in linea con l'atteggiamento della **FCA**, appare **abbastanza appiattito sul modello MICAR**.

MICAR: possibili ambiti di miglioramento



1) Esclusione del *bitcoin* dal perimetro MICAR?

MICAR non sembra prendere in considerazione *bitcoin*, nonostante sia la regina nel mondo crypto. I bitcoin non appaiono incasellabili in una delle definizioni di cripto-attività.

Possibili rischi legati al permanere di incertezza normativa e dubbi sulla effettiva qualificazione giuridica del *bitcoin* (strumento finanziario? strumento di pagamento?) .

Sarebbe forse opportuno ricorrere a nuovi concetti giuridici (“oro digitale”?) che evitino elusioni della normativa, soprattutto fiscale, ed aiutino gli investitori/utenti a comprendere rischi e caratteristiche rispetto ai prodotti di investimento tradizionali.

2) Rischi ESG: pesante impatto ambientale delle tecnologie legate all'emissione dei crypto-assets

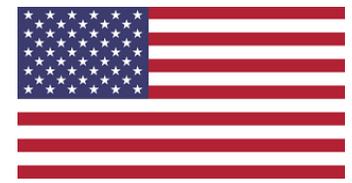
La sempre maggiore preoccupazione per il rispetto di criteri ESG negli investimenti ha toccato anche il MICAR, posto che le attività legate alle cripto-attività generano emissioni elevatissime.

La **soluzione** adottata per il momento dal **MICAR appare insufficiente** e basata sulla **mera valorizzazione della trasparenza** (nel *whitepaper*) **circa l'impatto** delle emissioni di cripto-attività.

3) Rischio di frenare l'iniziativa nel mercato delle cripto-attività

La previsione di **requisiti d'accesso** al mercato, di **autorizzazione** ed **organizzazione** molto **impegnativi e onerosi** può generare **difficoltà** in un mondo composto da numerose **start app** e popolato da **newcomers** estranei al mondo della finanza ed alla sua regolamentazione.

USA: uno scenario incerto



Al momento **negli USA non esiste una chiara definizione di *criptoassets***, esistono tuttavia numerosi interventi delle Autorità volti a normare tale fenomeno e, in alcuni casi, a ricondurlo nella disciplina dei prodotti finanziari:

- 1) lo US Financial Crimes Enforcement Network (**FinCEN**) ha disposto sin dal 2013 che **l'accesso al mercato delle crypto** sia possibile solo mediante **l'acquisizione e verifica dell'identità dell'utente (Tema AML)**;
- 2) nel **novembre 2022**, in concomitanza con il collasso di **FTX**, uno **Statement del Dipartimento del Tesoro** ha evidenziato **l'esigenza di una vigilanza più effettiva sul mercato crypto** a causa degli **elevati rischi per i consumatori** derivanti dalla **mancata applicazione delle norme di tutela previste nel mercato dei prodotti finanziari**. **I rischi per la stabilità finanziaria** sono stati giudicati **elevatissimi**;
- 3) il **5 e 6 giugno 2023** la **SEC (Securities and Exchange Commission)** ha citato davanti alla **Corte Distrettuale di New York** **Binance** e **Coinbase**. In particolare, l'accusa principale mossa nei confronti di Binance è di **svolgere attività finanziaria senza autorizzazione**, di **manipolare il mercato e gli investitori**. La **SEC** ritiene che **le cryptoattività siano prodotti finanziari**, dato che gran parte di esse rientrano agilmente tra i **contratti di investimento** sulla base del **test di Howey** (US Supreme Court SEC vs. W.J. Howey Co., 1946);
- 4) contestualmente alla citazione in giudizio, la SEC ha emesso un **warning** invitando i **consumatori a non investire i loro risparmi nei prodotti offerti da Binance**. **La piattaforma di Binance e gli asset dei clienti, inizialmente congelati, sono stati sbloccati il 18 giugno dopo un accordo tra Binance e la SEC in attesa della (lunga) definizione del giudizio**;
- 5) in assenza di un chiaro intervento legislativo il **ruolo delle Corti sarà importante nella definizione delle crypto-attività negli USA**.





GRAZIE PER LA VOSTRA ATTENZIONE

orrick 