

Filippo Murino

Vigilanza ed enforcement sui mercati delle criptoattività nella proposta di Regolamento MiCA

(doi: 10.4478/106719)

Osservatorio del diritto civile e commerciale (ISSN 2281-2628)

Fascicolo Speciale, settembre 2022

Ente di afferenza:

()

Copyright © by Società editrice il Mulino, Bologna. Tutti i diritti sono riservati.

Per altre informazioni si veda <https://www.rivisteweb.it>

Licenza d'uso

Questo articolo è reso disponibile con licenza CC BY NC ND. Per altre informazioni si veda <https://www.rivisteweb.it/>

Vigilanza ed *enforcement* sui mercati delle criptoattività nella proposta di Regolamento MiCA

Filippo Murino

Supervisory and Enforcement in the Crypto-Asset Market According to the MiCAR Proposal

The paper deals with the topics of supervisory and enforcement on the crypto-asset markets starting from the regulatory fragmentation that characterizes the Italian situation also with regard to anti-money laundering. The architecture present in the Markets in Crypto-Assets Regulation-MiCAR proposal in its evolution (from the proposal of the European Commission to the version of the Trilogue with European Parliament Mandate and Council Mandate up to the Draft Agreement) is taken into consideration – also in relation to the Anti-Money Laundering Regulation-AMLR proposal – with an analysis of the roles of the European Banking Authority-EBA, European Securities and Markets Authority-ESMA, the National Competent Authorities-NCAs, colleges of supervisors and the European Central Bank-ECB.

Keywords: Crypto-Asset, Anti-Money Laundering, European Banking Authority-EBA, European Securities and Markets Authority-ESMA, National Competent Authorities-NCAs, Colleges of Supervisors, European Central Bank-ECB.

1. La frammentazione della vigilanza e la situazione italiana tra proposta MiCAR e proposta AMLAR

Sebbene la proposta *Market in Crypto Asset Regulation* – MiCAR¹ abbia avuto avvio alla notizia dell'emissione della *stablecoin* Libra nel 2019 e la sua accelerazione durante il corrente anno da parte del Trilogo² sia la risposta ad alcune altrettanto note vicende³, la c.d. quarta colonna del 5 luglio

¹ Nella presente relazione si distinguerà tra MiCAR CP (proposta della Commissione Europea del 24 settembre 2020); MiCAR EPM (European Parliament Mandate), MiCAR CM (Council Mandate) e MiCAR DA (Draft Agreement del 5 ottobre 2022).

² Sulla versione del c.d. Trilogo, v. Council of the European Union, 1.4.2022, *MiCA: Proposal for a regulation on Markets in crypto-assets – Three-column table to commence trilogues*, in https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=consil%3AST_7694_2022_INIT. Per un quadro sulle iniziative europee in tema di criptoattività v. L. Picardi, *Nuove prospettive nella raccolta del risparmio e ordine del mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 3, 1, 2022, 32 ss.

³ Oltre al rischio di elusione delle sanzioni nei confronti della Federazione russa successive alla guerra in Ucraina (su cui v. A. Siadat, *Die Russland-Sanktionen und ihre Umgehung durch Kryptowährungen*, in *BKR*, 2022, pp. 353 ss.) si ricordano: l'emanazione, il 31 genna-

2022⁴, non è stata resa nota fino alla pubblicazione del *Draft Agreement* avvenuta solo il 5 ottobre 2022; questo, nonostante l'estate appena trascorsa sia stata calda anche per il mondo delle cripto-attività tra insolvenze⁵, sottrazioni illecite⁶ e un primo caso statunitense di presunto *insider trading*⁷ (quanto all'Italia, poi, oltre alla vicenda di New Financial Technology

io 2022, del documento congiunto ESMA-EBA-EIOPA, *Joint European Supervisory Authority Response*, in www.esma.europa.eu; il 17 marzo 2022, del documento congiunto ESMA-EBA-EIOPA, *EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets*, in www.esma.europa.eu; il crollo della *stablecoin* Terra-Luna (V. Lops, *Cripto, una settimana da incubo. Arriva il crack del token Luna*, in *Il Sole 24Ore*, 15 maggio 2022, p. 13; Id., *Dietro il crollo la replica dello schema Soros*, *ibidem*; A. Gennai, *Criptoaluate. Quei depositi con rendimenti a doppia cifra*, *ibidem*, 21 maggio 2022, p. 6; L. Fantacci, *Terra e Luna, il miraggio di un'architettura autonoma e il futuro delle criptoaluate*, *ibidem*, 7 giugno 2022, p. 15); tra le altre, la volatilità, ad es., di Bitcoin (da 67.000 euro di novembre 2021 a 16.000 euro di metà giugno 2022: V. Lops, *Bitcoin ancora in caduta: ora si temono le vendite forzate per «margin call»*, *ibidem*, 18 giugno 2022, 3; Id., *Bitcoin cade, effetto domino: coinvolti anche hedge funds*, *ibidem*, 16 giugno 2022, 28; V. Carlini, *Bitcoin, la grande paura e il mini rimbalzo*, *ibidem*, 22 giugno 2022, p. 23).

⁴ Sulla configurabilità del diritto di accesso agli atti del Trilogo, v. Trib. UE, 22 marzo 2018, causa T-540/15; per un commento, G. Rugge, *Trilogues and access to documents: De Capitani v. Parliament*, in *Comm. Mark. Law Review*, 2019, pp. 237 ss.

⁵ V. i casi Voyager Digital (V. Lops, *Criptoaluate, un'altra piattaforma ko. Il mercato guarda al rischio contagio*, in *Il Sole 24Ore*, 7 luglio 2022, p. 28); Celsius (V. Lops, *Fallisce Celsius, nuovo cripto shock: a rischio 2 milioni di depositi*, *ibidem*, 15 luglio 2022, p. 33; Id., *Celsius va in crisi di liquidità: sul Bitcoin parte il criptocrash*, *ibidem*, 14 giugno 2022, p. 5) a cui si sono aggiunti quelli dell'*hedge fund* The three arrows capital e, da ultimo, della criptobanca Nuri (I. Bufacchi, *La cripto banca tedesca avvia l'iter per il fallimento*, *ibidem*, agosto 2022, p. 15). Per una panoramica di casi anche italiani, v. S. Elli, *Crack Nft. Spunta l'ipotesi della rete piramidale sull'algoritmo misterioso*, *ibidem*, 20 agosto 2022, p. 12; Id., *Dal Giappone agli Usa, gli altri crash sul coin*, *ivi*; Id., *A processo per bancarotta a Firenze la Bitgrail sulla cripto Nano Xrb*, *ivi*.

⁶ V. Carlini, *Cripto, boom di furti. Nel 2022 sottratti oltre tre miliardi di \$*, in *Il Sole 24Ore*, 22 ottobre 2022, p. 10; Id., *I ponti tra le blockchain nel mirino dei ladri: rubati 2 miliardi di dollari*, *ibidem*, 4 agosto 2022, p. 20; V. Lops, *Cripto, Solana sotto attacco: svuotati 8mila portafogli*, *ivi*; V. Carlini, *La finanza decentralizzata nel mirino dei criptopirati*, *ibidem*, 26 aprile 2022, p. 36. Per il passato v. già Id., *Criptosfera, boom di furti e truffe: le attività illecite arrivano a 14 miliardi \$*, *ibidem*, 7 gennaio 2022, p. 28.

⁷ V. Carlini, *Insider trading, la Sec avvia il primo caso su token digitali*, in *Il Sole 24Ore*, 23 luglio 2022, p. 21; Id., *Coinbase finisce nel mirino della Sec: faro sulla quotazione dei cripto asset*, *ibidem*, 27 luglio 2022, p. 22. Un ex manager di Coinbase, suo fratello e un terzo soggetto, in una indagine della *Securities and Exchange Commission-SEC* e del Dipartimento della Giustizia sono imputati per aver tratto vantaggio dallo svelamento e dall'utilizzo di informazioni nell'acquisto di *token* (n. 20) prima che questi fossero quotati sulla piattaforma Coinbase, in vista del normale effetto rialzista che consegue alla quotazione con un profitto di 1,1 milioni di dollari. Secondo la SEC – che facendo applicazione dell'*Howney test* considera *securities* alcuni dei *token* quotati (nel caso di specie almeno 7) – si tratterebbe di *insider trading*; secondo il Dipartimento della Giustizia – che prescinde dalla qualificazione dei *token* come *securities* – si tratterebbe di frode. Per la qualificazione in termini di *security* di Grams v. SEC v. Telegram Group Inc. & TON Issuer Inc., 19-cv-9439 (PKC) (S.D.N.Y. Mar. 24, 2020). L'assenza di una regio-

Digital Trust KB⁸ vanno ricordati gli allarmanti dati della Banca d'Italia riportati dalla stampa finanziaria sul sostanziale azzeramento negli ultimi dieci anni del *money transfer* dall'Italia verso la Cina⁹)¹⁰. Insomma, l'impressione è che, dalla notizia di Libra del 2019, di fronte a tanti *warning* ma in assenza di una disciplina che pure la si vuole applicabile in via diretta data la fonte regolamentare, nel ritardo del legislatore comunitario «la casa

lamentazione accentua il rischio di discostamenti tra orientamenti dell'autorità giudiziaria e orientamenti dell'autorità di vigilanza come accaduto in Germania dove l'autorità giudiziaria ha escluso la classificazione di Bitcoin come «strumento finanziario» secondo il *Kredit Wesen Gesetz* (KWG) come invece ritenuto dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin: KG Berlin, 25/9/2018 (4) 161 28/18 (35/18); allo stesso tempo il legislatore tedesco ha di imperio risolto la questione includendo i servizi di custodia di criptoattività nella classificazione dei servizi finanziari soggetti ad autorizzazione secondo il § 1, Abs. 1bis, n. 6 KWG entrato in vigore il 1° gennaio 2020. Sulla disciplina delle manipolazioni di mercato in MiCAR, v. P. Raschner, *Das (neue) Marktmanipulationsrecht für Kryptowerte. Eine Analyse des Entwurfs der Verordnung über Märkte für Kryptowerte (MiCAR)*, BKR, 2022, pp. 217 ss.

⁸ V. Lops, *Dai maxi interessi al nulla, Nft promette ancora rimborsi*, in *Il Sole 24Ore*, 13 agosto 2022, p. 17; S. Elli, *Cripto frodi. Il Veneto colpito al cuore dallo schema Ponzi sulla blockchain*, *ibidem*, p. 8.

⁹ Da quanto riportato dalla stampa finanziaria (I. Cimmarusti, *Capitali riciclati in Cina, la conversione in yuan passa dalle criptovalute*, in *Il Sole 24Ore*, 15 agosto 2022, p. 6) secondo alcuni dati della Banca d'Italia tra il 2012 e il 2022 il *money transfer* dall'Italia verso la Cina si sarebbe ridotto del 99,2%: dall'essere la prima tra i Paesi che trasferiscono denaro dall'Italia, la Cina è diventata l'ultima e il sospetto è che le criptovalute siano utilizzate per trasferire in Cina denaro ricavato dall'evasione fiscale; al riguardo la stessa stampa finanziaria riporta la notizia di una indagine della Guardia di Finanza di Firenze su società con debiti tributari che effettuano bonifici ad una società italiana amministrata da un soggetto cinese con causali poco credibili e senza emissione di fattura; a sua volta questa società di «servizi a sostegno delle imprese» trasferisce i fondi su conti in Germania e Lituania ove attraverso gli *exchange* avviene la conversione da euro in criptovalute varie (Bitcoin, Chainlink, Dai, Ethereum, Ripple e Tether Usd) con intestazione dell'*e-wallet* alla società di servizi che trasferisce le criptovalute su vari *e-wallet* intestati a entità sconosciute che, a loro volta, riconvertono le criptovalute in yuan. In realtà, il problema del *know-your-customer* non pare adeguatamente affrontato a fini antiriciclaggio nemmeno negli USA dove la conversione di moneta avente corso legale in criptovalute può avvenire anche attraverso sportelli ATM davanti ai quali avviene la procedura di registrazione e di identificazione (è il caso di Bitcoin Depot); per l'Italia, v. Rapporto annuale 2020 dell'Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia della Banca d'Italia di maggio 2021, in www.bancaditalia.it, pp. 66 ss.: al riguardo l'art. 61a, co. 1, MiCAR EPM prevede che i fornitori di servizi per cripto-attività «establish, implement and apply adequate customer due diligence procedures by identifying and verifying client identity on the basis of documents, data or information obtained from a reliable and independent source and by identifying the identity of the beneficial owner and taking reasonable measures to verify that person's identity» (cfr. ora *considerando* n. 57 e art. 61, co. 6 e 7 MiCAR DA). Sulle informazioni AML a fini tributari, v. Guardia di Finanza, Circolare n. 1/2018. Su autoriciclaggio e criptoattività v. Cass. pen., 13 luglio 2022, n. 27023 e Cass. pen., 25 gennaio 2022, n. 2868.

¹⁰ Per l'analisi recente di «The Chainanalysis State of Web3 report» v. V. Carlini, *Riciclaggio e furti: boom nella finanza decentralizzata*, in *Il Sole 24Ore*, 15 luglio 2022, p. 33.

stia già bruciando» mentre il testo di MiCAR DA è stato reso noto solo il 5 ottobre 2022 e comunque destinato ad entrare in vigore nel 2024 e, dunque, non certo a breve¹¹.

Nel frattempo, una accelerazione ha ricevuto anche la nuova versione della proposta AMLAR per la istituzione dell'Autorità per l'antiriciclaggio di denaro e contro il finanziamento del terrorismo; nuova versione che, a differenza di MiCAR DA, è stata resa pubblica il 29 giugno 2022¹². Ai fini della mia relazione è interessante il *considerando* n. 5 di AMLAR il quale prevede come necessario far sì che AMLA abbia «direct supervision of a certain number of selected obliged entities of the financial sector, including crypto-asset service providers». Al riguardo, sebbene sia previsto che la banca dati tenuta da AMLA sia accessibile anche alle autorità di vigilanza MiCAR¹³ non sono chiari, sotto gli altri profili, i raccordi tra AMLA e Autorità di vigilanza MiCAR anche in punto di composizione dei collegi di vigilanza¹⁴: sia AMLAR che MiCAR promuovono un elevato livello di cooperazione tra autorità e l'obbligo di cooperazione e scambio di informazioni tra le autorità competenti¹⁵ ma nei collegi di vigilanza MiCAR non compare AMLA¹⁶ e AMLAR non disciplina i rapporti con le autorità MiCAR (a parte i riferiti profili inerenti all'accesso alla banca dati AMLA). Sempre sul fronte dell'antiriciclaggio, poi, gli Stati membri procedono autonomamente come fa la Germania ove, a seguito del negativo rapporto 2022 della *Financial Action Task Force* dell'OCSE sui risultati ottenuti in tema di *money laundering*¹⁷, è stata annunciata l'istituzione di una nuova autorità amministrativa indipendente dedicata, appunto, alla vigilanza sull'antiriciclaggio¹⁸.

¹¹ Per una prima analisi del nuovo testo, v. A. Conso, R. Ferretti, *Le finalità della proposta di regolamento MiCA*, in *Cripto, Il Sole 24Ore, Le Guide*, 13 ottobre 2022, pp. 45 ss.

¹² Cfr. <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10507-2022-REV-1/en/pdf>; in tema v. G. Estrafallaces, *Nuova Autorità Europea AML/CFT: compiti, poteri e governance*, in www.dirittobancario.it, 2 settembre 2022.

¹³ Art. 11, co. 1 e 4, AMLAR.

¹⁴ Art. 99 MiCAR DA.

¹⁵ *Considerando* n. 65b MiCAR DA. MiCAR CM è stato apprezzato dalla CONSOB, tra l'altro, per «l'introduzione di misure di coordinamento degli approcci di vigilanza che vedono coinvolte le tre autorità europee di vigilanza (le cosiddette European Supervisory Authorities o ESAs: la European Banking Authority – EBA, la European Securities and Markets Authority – ESMA e la European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA)»: CONSOB, *Relazione per l'anno 2021*, Roma, 31 marzo 2022, in www.consob.it, p. 76.

¹⁶ Fermo restando che può esservi invitata *ex art.* 99 co. 2a MiCAR DA.

¹⁷ FATF, *Anti-money laundering and counter-terrorist financing measures. Germany. Mutual Evaluation Report*, August 2022, in <https://www.fatf-gafi.org/en/publications/Mutualevaluations/Mer-germany-2022.html>.

¹⁸ I. Bufacchi, *Germania, la nuova authority e stretta contro il riciclaggio*, in *Il Sole 24Ore*, 30 agosto 2022, p. 11.

Prima della presentazione della proposta MiCAR – che nella valutazione della Banca d'Italia «contribuirà a ridurre l'incertezza normativa e favorirà uno sviluppo ordinato del mercato delle criptoattività»¹⁹–, il tema della vigilanza ha formato oggetto di attenzione sia a livello di *global standard setter*, con la comune opinione che le criptoattività non minaccerebbero la stabilità finanziaria globale (sebbene alle medesime venga associata l'immagine dell'alta rischiosità) e con costante attenzione alle problematiche legate all'antiriciclaggio²⁰; sia a livello di linee di politica legislativa dell'UE sul piano dei prodotti finanziari, dei soggetti e dell'antiriciclaggio²¹.

Il quadro entro cui, *iure quo utimur*, le attività di vigilanza ed *enforcement* si svolgono nel nostro Paese è, come noto, assai frammentario. Lo ha ricordato da ultimo la Banca d'Italia («nelle more della definizione di MiCAR, attualmente non esiste in Italia un quadro normativo specifico per le criptoattività»²²). Le maggiori criticità si sono avute proprio sul piano dell'*enforcement* avendo le autorità di vigilanza nazionali limitati strumenti operativi a disposizione.

1.1. Il ruolo della CONSOB, delle altre autorità e la disciplina antiriciclaggio

Quanto all'Italia è superfluo qui ricordare gli interventi nel 2020 della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa-CONSOB²³ e a livello legislativo -con anticipazione della proposta di modifica della direttiva 2015/849/UE del 20 maggio 2015 in tema di antiriciclaggio - il D.lgs. n. 90/2017 il quale, modificando il titolo I del d.lgs. n. 231/2007, inseriva all'art. 1, co. 2, lett. ff) e qq)

¹⁹ Banca d'Italia, *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, 17 giugno 2022, p. 14; su tale comunicazione v. V. Falce, *Il monito di Banca d'Italia agli intermediari vigilati*, in *Cripto, Il Sole 24Ore, Le Guide*, 13 ottobre 2022, p. 38.

²⁰ Per una elencazione delle iniziative adottate da Financial Stability Board, Committee on Payments and Market Infrastructures, International Organisation of Securities Commissions, Basel Committee on Banking Supervision, Financial Action Task Force, v. K.P. Follak, *Crypto Assets under Private Law and Supervisory Regulation: European Perspectives*, in *ÖBA*, 2020, 10, pp. 719 ss.

²¹ In tema v. ancora Follak, *op. cit.*, pp. 720-721.

²² Banca d'Italia, *Comunicazione*, cit., p. 13.

²³ Consob, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Rapporto finale*, 2 gennaio 2020, in www.consob.it. Per una analisi, anche in chiave comparatistica rispetto ad altre autorità di vigilanza, G. Gitti, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2020, I, pp. 13 ss.; G. Gitti, M. Maugeri, *Blockchain-Based Financial Services and Virtual Currencies in Italy*, in *EuCML*, 2020, pp. 43 ss. Per una sintesi degli interventi normativi fino ad oggi intervenuti nel settore delle criptoattività, v. A. Conso, R. Ferretti, *I primi tentativi di disciplinare le criptoattività*, in *Cripto, Il Sole 24Ore, Le Guide*, 13 ottobre 2022, pp. 43 ss.

le definizioni di «prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale»²⁴ e di «valuta virtuale»²⁵, con istituzione di un registro pubblico in cui sarebbero stati iscritti i prestatori di servizi inerenti alle criptovalute²⁶; in materia è successivamente intervenuto il d.lgs. n. 125/2019 che ha modificato all'art. 1, co. 2, lett. ff) e qq), d.lgs. n. 231/2007 le definizioni di «prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale»²⁷ e di «valuta virtuale»²⁸ e introdotto all'art. ff-bis) la definizione di «prestatori di servizi di portafoglio digitale»²⁹; infine, il d.lgs. n. 184/2021 che ha definito lo strumento di pagamento diverso da contante³⁰ e in questa cornice, «agli effetti della legge penale», la «valuta virtuale»³¹.

La Consob. Con riferimento alla Consob, sul piano dell'*enforcement*, è nota la centralità che l'autorità attribuisce al rafforzamento del potere di oscuramen-

²⁴ «Ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale».

²⁵ «La rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente».

²⁶ In tema M. Passaretta, *Il primo intervento del legislatore italiano in materia di «valute virtuali»*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, pp. 1171 ss.

²⁷ «Ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale o in rappresentazioni digitali di valore, ivi comprese quelle convertibili in altre valute virtuali nonché i servizi di emissione, offerta trasferimento e compensazione e ogni altro servizio funzionale all'acquisizione, alla negoziazione o all'intermediazione nello scambio delle medesime valute».

²⁸ «La rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente».

²⁹ «Ogni persona fisica o giuridica che fornisce, a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali».

³⁰ «Un dispositivo, oggetto o record protetto immateriale o materiale, o una loro combinazione, diverso dalla moneta a corso legale, che, da solo o unitamente a una procedura o a una serie di procedure, permette al titolare o all'utente di trasferire denaro o valore monetario, anche attraverso mezzi di scambio digitali».

³¹ «Una rappresentazione di valore digitale che non emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è legata necessariamente a una valuta legalmente istituita e non possiede lo status giuridico di valuta o denaro, ma è accettata da persone fisiche o giuridiche come mezzo di scambio, e che può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente». In tema v. G.J. Sicignano, *Recenti innovazioni in tema di frodi e falsificazioni di strumenti di pagamento diversi dai contanti*, in www.sistemapenale.it.

to dei siti *web*³², essendovi una evoluzione delle modalità tradizionali della vigilanza la quale è diretta ormai alla prevenzione con anticipazione dell'*enforcement* già nelle situazioni di rischio; prima cioè che la fattispecie dell'offerta sia stata integrata e dunque già a livello di comunicazioni commerciali e campagne pubblicitarie e promozionali, piuttosto che sull'applicazione delle sanzioni quando i risparmiatori già hanno subito – spesso irrimediabilmente – perdite³³. Nel vigore dell'attuale potere di oscuramento, con la Relazione per il 2021 si dà atto dell'oscuramento dal 1° luglio 2019 (data di entrata in vigore del relativo potere attribuito dall'art. 36, co. 2-terdecies, l. n. 58/2019 di conversione del d.l. n. 34/2019³⁴) di 600 siti da parte dell'autorità³⁵. Nel 2022 la CONSOB è giunta ad oscurare 95 siti Internet di investimento non autorizzati ad operare in Italia (solo lo scorso agosto ne sono stati oscurati tre³⁶) e tra questi ve ne era uno in cui a presentarsi sul *Web* era una tale Consob Europe S.p.a. (*sic!*). La centralità del tema dei poteri di oscuramento si collega anche al fatto che la CONSOB sta sperimentando, per le attività di vigilanza, sistemi di intelligenza artificiale in grado di comprendere in pochi secondi il contenuto di prospetti, *Key Information Documents* – KIDs dei prodotti

³² Tra i fenomeni che la Consob annovera nella «nuova priorità per la vigilanza» vi sono pure i «nuovi rischi per gli investitori collegati allo sviluppo delle interazioni a distanza – tramite App o via Internet – con gli intermediari» (Consob, *Piano strategico 2022-24*, in www.consob.it, p. 5). In tema v. A. Criscione, *Fintech. L'Italia è già in ritardo per creare un quadro di regole*, in *Il Sole 24 Ore*, 23 luglio 2022, p. 16 ove l'intervista al commissario Consob Paolo Ciocca il quale ricorda come «MiCA [...] rappresenta le regole per la fase di emissione e circolazione di criptoasset. Dobbiamo però introdurre norme sulla possibilità di vietare già i banner che possano indurre in errore gli investitori. In Spagna una regola del genere c'è da poco, in Francia e altrove da più tempo»; A. Gennai, *Criptovalute. La Consob in pressing per i controlli sulle pubblicità ingannevoli*, *ibidem*, 5 marzo 2022, p. 19, ove l'intervista alla segretaria generale Consob Maria Antonietta Scopellitti.

³³ Da ultimo, v. *Audizione del Presidente della Consob Paolo Savona, innanzi alla Commissione parlamentare di inchiesta sulla tutela dei consumatori e degli utenti*, 9 marzo 2022 (e già la precedente audizione dell'8 giugno 2021), pp. 5-6, in www.camera.it.

³⁴ «La Consob ordina ai fornitori di connettività alla rete internet ovvero ai gestori di altre reti telematiche o di telecomunicazione, o agli operatori che in relazione ad esse forniscono servizi telematici o di telecomunicazione, la rimozione delle iniziative di chiunque nel territorio della Repubblica, attraverso le reti telematiche o di telecomunicazione, offre o svolge servizi p attività di investimento senza esservi abilitato. I destinatari degli ordini comunicati ai sensi del primo periodo hanno l'obbligo di inibire l'utilizzazione delle reti delle quali sono gestori o in relazioni alle quali forniscono servizi. La Consob può stabilire con regolamento le modalità e i termini degli adempimenti previsti dal presente comma».

³⁵ V. Consob, *Relazione per l'anno 2021*, cit., pp. 3 e 54; per una sintesi, A. Criscione, *Investitori più vulnerabili e più esposti ai siti corsari nel periodo del Covid 19*, in *Il Sole 24Ore*, 25 giugno 2022, p. 15; *Cripto investimenti, oscurati 28 siti*, *ibidem*, 24 dicembre 2021, 36. Sul punto v. comunque già Consob, *Relazione per l'anno 2020*, Roma, 31 marzo 2021, in www.consob.it, p. 52.

³⁶ S. Elli, *Consob. Superlavoro antipirateria sul web*, in *Il Sole 24Ore*, 13 agosto 2022, p. 8.

di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs), pubblicità, ecc.³⁷ e, dunque, di accelerare le istruttorie dei procedimenti sanzionatori nonché di anticipare gli interventi di *enforcement* attraverso l'oscuramento: tali strumenti di intelligenza artificiale potranno essere impiegati anche in funzione dell'auspicata introduzione dell'esercizio del potere di oscuramento anticipato alla fase delle campagne promozionali e dunque prima dell'integrazione della fattispecie dell'offerta³⁸.

Da questo angolo visuale, in punto di *enforcement*, di rilievo è MiCAR DA che introduce poteri di intervento «*in situ*» (molto più incisivi dei poteri di indagine *in loco* come già prevedeva MiCAR CP³⁹); scelta quanto mai opportuna e adeguata in un settore che per definizione è atipico e aterritoriale, decentralizzato e basato su meccanismi di funzionamento *peer-to-peer*:

– l'art. 82, co. 1, MiCAR DA prevede che è possibile che, «where there are reasonable grounds for believing that this Regulation has been infringed», le autorità abbiano il potere «to suspend or prohibit marketing communications»⁴⁰ ovvero «to require offerors or persons seeking admission to trading of crypto-assets, issuers of asset-referenced tokens⁴¹ and e-money tokens⁴² or relevant crypto-asset service providers to cease or su-

³⁷ Consob, *Relazione per l'anno 2021*, cit., pp. 14 e 41 ss. Nella stampa finanziaria, v. A. Criscione, *Consob. Vigilanza cyber anche sulla pubblicità*, in *Il Sole 24Ore*, 25 giugno 2022, p. 15; Id., *I cyber controlli oscurano 720 siti di raccolta abusiva*, *ibidem*, 22 giugno 2022, pp. 2-3.

³⁸ La questione rientra nel più ampio tema trattato da F. Mostert, *Digital Due Process: A Need for Online Justice in Journal of Intellectual Property Law & Practice*, 2020, 15(5): «Attempts by courts in many parts of the world to stem the torrent of online criminal activity have been inadequate. It makes no sense, for example, for a right holder to run to court – at great expense – to stop a single instance of counterfeit product on sale online, when the actual listing typically appears online for only a few hours. This exercise in futility is known as the Whack-a-Mole or New York cockroach principle, and decrees that if you shut down one website, ten more will instantly pop up at different locations on the web. The Internet is global and borderless and these features are abused at scale by the criminals who use smoke-and-mirror servers around the world to evade detection or prosecution. We are essentially looking at a very new type of space and legal infrastructure. Some call this space a parallel judicial universe, an independent cyber-system with its own virtual jurisdiction – nothing less, in fact, than an entirely new legal order. This new legal order is tasked with regulating digital “governments” and “constitutions” with a direct impact on billions of people around the world».

³⁹ Art. 82, co. 1, lett. x).

⁴⁰ Lett. ra). Nelle comunicazioni di marketing MiCAR DA include anche «advertising messages and marketing material, also through new channels such as social media platforms»: *considerando* n. 14.

⁴¹ Per la definizione di «token collegato ad attività» o ART v. art. 3, co. 1, n. 3) MiCAR DA; per la funzione, v. *considerando* n. 9 MiCAR DA.

⁴² Per la definizione di «token di moneta elettronica» o EMT v. art. 3, co. 1, n. 4) MiCAR DA; per la funzione, v. *considerando* n. 9 MiCAR DA.

spend advertisements for a maximum of 30 consecutive working days on any single occasion»⁴³;

– l'art. 82, co. 1, lett. (ac) MiCAR DA prevede che «where no other effective means are available to bring about the cessation of the infringement of this Regulation and in order to avoid the risk of serious harm to the interests of clients and holders of crypto-assets» sia possibile «to take all necessary measures»:

i) «to remove content or to restrict access to an online interface or to order the explicit display of a warning to clients and holders of crypto-assets when they access an online interface»⁴⁴;

ii) «to order a hosting service provider to remove, disable or restrict access to an online interface; or»

iii) «to order domain registries or registrars to delete a fully qualified domain name and to allow the competent authority concerned to register it, including by requesting a third party or other public authority to implement such measures».

Forse sarebbe opportuno -per un più incisivo *enforcement* - un maggiore esplicito raccordo con le autorità competenti per la tenuta dei registri dei nomi a dominio di primo livello internazionali (Internet Corporation for Assigned Names and Numbers-ICANN) o nazionali; ci si muove qui ancora in un ambito «tradizionale» diverso dalla «filosofia» della *Distributed Ledger Technology*-DLT e in cui i registri sono tenuti in modo centralizzato da un soggetto terzo. Il raccordo con tali soggetti nella fase di collaborazione esecutiva per l'*enforcement* dei provvedimenti di cui all'art. 82 MiCAR DA appare scelta opportuna dal momento che, anche ove le autorità di vigilanza riescano ad ottenere l'oscuramento dei siti *Internet*, molti operatori riappaiono modificando anche solo parzialmente il nome a dominio o l'url di connessione (i paesi in cui si trovano in maggioranza le basi operative sono le Isole Marshall e Vanuatu⁴⁵). In attesa che MiCAR venga approvato ed entri in vigore⁴⁶ è auspicabile che il legislatore nazionale anticipi l'introduzione di tale misura attribuendo i relativi poteri alla Consob, come già accaduto in Spagna e in Francia. In tal modo si ridurrebbe anche il numero degli esposti per fattispecie di offerte già perfezionate.

Le altre autorità amministrative indipendenti. In ambito nazionale un ruolo nella vigilanza e nell'*enforcement* è stato fino ad oggi svolto anche dall'Auto-

⁴³ Lett. rb).

⁴⁴ Sulla definizione di «Interfaccia online», v. art. 3, co. 28a MiCAR DA.

⁴⁵ In tema v. S. Elli, *Quei 600 siti chiusi dal 2019 dai 10 cybercop della squadra della Consob*, in *Il Sole 24Ore*, 15 gennaio 2022, p. 18 ove l'intervista a Giuseppe Frega, coordinatore dell'Ufficio Vigilanza sui Fenomeni Abusivi della Consob.

⁴⁶ Art. 126, co. 2 e 3, MiCAR DA.

rità Garante della Concorrenza e del Mercato-AGCM come accaduto nel caso OneCoin con un provvedimento sanzionatorio del 25 luglio 2017 per pratica commerciale scorretta (*ex artt.* 20, 21, co. 1, lett. b) e c) e 23, co. 1, lett. p), cod. cons.⁴⁷ ove lo schema sotteso all'emissione della criptoattività era stato qualificato come sistema di vendita piramidale); nonché dalla Banca d'Italia per il caso N26 per «significative carenze nel rispetto della normativa in materia di antiriciclaggio»⁴⁸.

In realtà il tema della vigilanza e del *public enforcement* presenta in MiCAR profili multiformi anche di tipo consumeristico⁴⁹: sebbene all'art. 3, co. 1, n. 28) si sia passati dal *nomen* «consumer» di MiCAR CP al *nomen* «retail holder» di MiCAR DA, la definizione è nella sostanza rimasta quella di «consumatore» e in MiCAR DA il riferimento alla tutela del consumatore rimane costante (ad es., *considerando* nn. 16a e 55). Va, comunque, ricordato come il *considerando* n. 16a MiCAR DA preveda l'applicazione della disciplina a tutela del consumatore per le criptoattività diverse da ART e EMT.

In effetti, la vigilanza MiCAR cumula la tutela di interessi del sistema finanziario, monetario, bancario e consumeristici.

L'istituzione della sezione speciale del registro OAM. Sempre a livello nazionale, per quanto assai apprezzabile sul piano della trasparenza, non del tutto adeguata per un incisivo *enforcement* appare l'istituzione, da ultimo e con una gestazione non meno lunga di MiCAR, della sezione speciale del registro pubblico informatizzato tenuto dall'OAM-Organismo per la gestione degli Elenchi degli Agenti in attività finanziaria e dei Mediatori creditizi (D.M. 13 gennaio 2022⁵⁰ in attuazione dell'art. 17-bis, co. 8-ter, d.lgs., n. 141/2010 come modificato dall'art. 5 d.lgs. n. 125/2019)⁵¹ che impone l'iscrizione dei «prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale» e dei «prestatori di servizi di portafoglio digitale» nelle definizioni contenute, rispettivamente,

⁴⁷ In www.agcom.it. Il provvedimento (al quale si rinvia per la ricostruzione della complessa operazione) era stato anticipato da quelli cautelari di sospensione di ogni attività diretta alla promozione e alla diffusione della criptomoneta OneCoin e dei connessi pacchetti di formazione nn. 26308 del 21 dicembre 2016 e n. 26418 del 7 febbraio 2017.

⁴⁸ Banca d'Italia, Comunicato stampa, 29 marzo 2022, in www.bancaditalia.it; P. Soldavini, *N26 e i difetti nell'antiriciclaggio: niente crypto per 750mila clienti*, in *Il Sole 24Ore*, 31 marzo 2022, p. 25.

⁴⁹ Per un espresso riferimento alla tutela dei consumatori, v. Consiglio UE, Comunicato stampa, 30 giugno 2022, in www.consilium.europa.eu.

⁵⁰ In G.U. 17 febbraio 2022, S.G. n. 40. Per un primo commento F.Cancelliere, M. Simbula, G. Tombesi, *Per i crypto-operatori esteri scatta l'ora del monitoraggio*, in *Il Sole 24Ore*, 25 aprile 2022, p. 18; Id., *Dai modelli Ocse alle norme Ue, Italia nella scia internazionale*, *ibidem*.

⁵¹ Su tale elenco, v. R. Costi, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012, p. 324.

all'art. 1, co. 2, lett. b)⁵² e c)⁵³. Il decreto di fatto impedisce agli operatori di svolgere l'attività su base transfrontaliera introducendo, per quelli comunitari, l'obbligo di dotarsi di una stabile organizzazione in Italia e, per gli extracomunitari, di una costituzione in Italia. In assenza di tale requisito l'attività andrà sospesa in quanto abusiva fino alla maturazione del requisito.

Senza soffermarmi sui profili soggettivi dell'iscrizione all'OAM⁵⁴ sul piano dell'*enforcement* i poteri dell'OAM appaiono particolarmente flebili. Innanzitutto, l'OAM, essendo un'organizzazione privata, non ha poteri di vigilanza⁵⁵: l'OAM ha solo un potere di sospensione e cancellazione dalla sezione speciale del registro dei soggetti iscritti⁵⁶ (art. 4 co. 5, D.M.). Quanto al sistema sanzionatorio, questo viene individuato all'art. 6 D.M. con coin-

⁵² Con definizione che ricalca quella di cui all'art. 1, co. 2, lett. ff), d.lgs. n. 231/2007, «prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale» ai sensi della lett. b) sono «ogni persona fisica o soggetto diverso da persona fisica che fornisce a terzi, a titolo professionale, anche on-line, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale o in rappresentazioni digitali di valore, ivi comprese quelle convertibili in altre valute virtuale, nonché i servizi di emissione, offerta, trasferimento e compensazione e ogni altro servizio funzionale all'acquisizione, alla negoziazione o all'intermediazione nello scambio delle medesime valute». Valuta virtuale è definita dalla lett. f) che ricalca la definizione di cui all'art. 1, co. 2, lett. e) qq), d.lgs. n. 231/2007: «la rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita, archiviata o negoziata elettronicamente».

⁵³ Con definizione che ricalca quella di cui all'art. 1, co. 2, lett. ff-bis), d.lgs. n. 231/2007, «prestatori di servizi di portafoglio digitale» sono, ai sensi della lett. c), «ogni persona fisica o soggetto diverso da persona fisica che fornisce, a terzi, a titolo professionale, anche on-line, servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali».

⁵⁴ Dubbio è, ad es., se a doversi iscrivere siano soggetti la cui attività riguarda i *Non Fungible Token*. Tuttavia, sul rischio di riciclaggio legato proprio ai NFT, v. U.S. Department of the Treasury, *Study of the Facilitation of Money Laundering and Terror Finance Through the Trade in Works of Art*, February 2022, in www.treasury.gov. Esulerebbe, inoltre, l'attività di *mining*.

⁵⁵ Sul punto v. A. Gennai, *Criptovalute. Abusivi gli operatori fuori dal registro ma rimane il nodo sanzioni*, in *Sole 24Ore*, 23 luglio 2022, p. 15 e già G. Ursino, *Gli investitori in criptomonete sono vigilati ma non tutelati*, in *Il Sole 24Ore-Plus* 24, 5 febbraio 2022, pp. 1 e 3.

⁵⁶ Per i soggetti già operanti, anche *on line*, sul territorio italiano, è stato previsto l'obbligo della comunicazione (entro 60 giorni) e al 15 luglio 2022 iscritti nell'elenco speciale erano 46 soggetti abilitati ad operare in critpovalute e ad offrire *wallet* digitali: fornitori di *exchange* nazionali, intermediazione, servizi di *wallet* digitale, piattaforme e *custodian*. Si registra anche l'iscrizione di operatori internazionali come Coinbase (*Coinbase tra i player cripto abilitati in Italia*, in *Il Sole 24Ore*, 19 luglio 2022, p. 26). Per un aggiornamento dei dati, v. A. Gennai, *Sono 74 gli iscritti al registro Oam per le cripto*, in *Cripto, Il Sole 24Ore, Le Guide*, 13 ottobre 2022, p. 23, ove anche l'intervista al direttore generale OAM Federico Luchetti che rimarca come l'OAM non abbia poteri di vigilanza e di oscuramento dei siti abusivi.

volgimento del Nucleo speciale di polizia valutaria o il reparto della Guardia di finanza da esso interessato o le forze di polizia (Polizia di Stato e Arma dei Carabinieri) per l'accertamento e la contestazione dell'esercizio abusivo di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale e/o di servizi di portafoglio digitale, secondo la legge n. 689/1981: chiarisce al riguardo il D.M. che «l'eventuale esercizio dell'attività da parte dei predetti prestatori è considerato abusivo» (co. 3) per coloro che entro i sessanta giorni non hanno effettuato la dichiarazione.

L'art. 17-*bis*, co. 8-*bis* del D. Lgs. n. 141/2010 rubricato «Attività di cambiavalute» (iscritti nell'apposito registro OAM ex art. 128-*undecies* T.U.B.) estende il regime sanzionatorio di cui al co. 5 dello stesso articolo – secondo cui l'esercizio abusivo dell'attività di cambiavalute «è punita con una sanzione amministrativa da 2.065 euro a 10.329 emanata dal Ministero dell'economia e delle finanze» – anche «ai prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale» come definiti all'art. 1, co. 2, lett. ff) e ff-*bis*) d.lgs. n. 231/2007 tenuti all'iscrizione in una sezione speciale dell'OAM. L'escursione edittale della sanzione pecuniaria è però risibile in punto di efficacia general-preventiva.

Come osservato tra i primi commentatori, il richiamo alla l. n. 689/1981 consente l'applicazione delle disposizioni in tema di accertamento (art. 13), sequestro (art. 19) e, in particolare, le sanzioni accessorie (art. 20) dove è possibile procedere al sequestro cautelare delle cose che possono formare oggetto di confisca amministrativa, nei modi e con i limiti con cui il codice di procedura penale consente il sequestro della polizia giudiziaria⁵⁷; nel caso di siti Internet le modalità operative di un sequestro prevedono l'oscuramento del sito stesso mediante inibizione all'accesso attraverso notifica agli Internet service provider⁵⁸. È intuitivo, tuttavia, che molti soggetti possono operare abusivamente attraverso il *web* da qualche paese *off-shore* con tutte le difficoltà legate alla notificazione del provvedimento sanzionatorio. Questo aspetto è collegato anche al caso problematico in cui sia direttamente il cliente (spesso inconsapevolmente) a rivolgersi all'*exchange* non presente sul territorio italiano (c.d. *reverse solicitation*): ecco, dunque, ancora una volta, l'importanza del potenziamento dei poteri di oscuramento dei siti *web* che, come anticipato, MiCAR DA opportunamente introduce (sulla *reverse solicitation* v. art. 53b MiCAR DA).

⁵⁷ Sul sequestro penale di un sito *web* che proponeva i bitcoin equiparandoli all'«oro digitale» sulla presupposta equivalenza rispetto una proposta di investimento finanziario integrante il reato di abusivismo finanziario di cui all'art. 166, co. 1, lett. c) TUF, v. Cass. pen., 30 novembre 2021, n. 44337; per l'affermazione secondo cui se la vendita di cripto-attività è reclamizzata come investimento soggiace agli artt. 91 ss. TUF, v. Cass. pen., 16 settembre 2020, n. 26087.

⁵⁸ V. Vallefucio, *Sanzioni a doppia via per gli operatori «cripto»*, in *Il Sole 24Ore*, 8 febbraio 2022, p. 36.

2. Il quadro regolamentare MiCAR CP in tema di *supervisory ed enforcement*: il ruolo dell'EBA e il raffronto con il Meccanismo di Vigilanza Unico bancario

Essendo stato concepito come strumento per ricondurre le criptoattività all'interno del perimetro della regolamentazione dei servizi finanziari UE⁵⁹, era verosimile che la proposta MiCAR CP prevedesse, per i profili di vigilanza ed *enforcement*, un impianto (e per certi versi un trapianto) che ricalca quelli di altri provvedimenti normativi comunitari nell'ambito del Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria – SEVIF⁶⁰.

Fin da MiCAR CP il Titolo VII del progetto di Regolamento è stato dedicato ai temi della vigilanza e dell'*enforcement* con le classiche tipologie di poteri prudenziali⁶¹: di autorizzazione⁶²; di vigilanza *stricto sensu*; di ispezione; regolamentari; sanzionatori⁶³. Il Titolo VII è suddiviso in capitoli (artt.

⁵⁹ Esplicito in tal senso è il *considerando* n. 78a di MiCAR EPM: «The supervisory duties in relation to markets in crypto-assets most resemble the supervisory tasks fulfilled by securities markets supervisors. Therefore, ESMA should be the lead authority for the development of regulatory technical standards and for the carrying out of supervisory duties in relation to markets in crypto-assets» (al riguardo, v. artt. 15, co. 7; 16, co. 4 e 5; 27, co. 5; 28, co. 5; 31, co. 4; 41, co. 6 MiCAR EPM), talora di concerto con SEBC (artt. 30, co. 12; 34, co. 4; 35, co. 5 EPM). MiCAR EPM stravolge in questo modo l'impianto originario di MiCAR CP che vede invece l'EBA al centro della vigilanza SART e SEMT, attribuendosi all'ESMA competenze in precedenza previste in capo all'EBA. In realtà l'impianto originario appare per certi versi incongruente: nella prospettiva del completamento dei servizi finanziari da un lato, veniva dato spazio all'EBA e non all'ESMA; dall'altro, a tale centralità dell'EBA (da intendersi come «la fonte non legislative principale delle regole unitarie della vigilanza prudenziale in tutta l'Unione europea, conservando anche la missione di sviluppare e contribuire alla loro applicazione coerente e di rafforzare la convergenza delle prassi di vigilanza»: D. Sorace, *I «pilastri» dell'Unione bancaria*, in M.P. Chiti, V. Santoro (a cura di), *L'unione bancaria europea*, Pisa, 2016, p. 95) non corrisponde un ruolo determinante della BCE (date le funzioni dell'EBA, «la vigilanza, però – non senza incertezze sulla ripartizione delle competenze con l'ABE – è attribuita alla BCE, che conseguentemente viene a far parte anch'essa del SEVIF ma che nei confronti dell'ABE è equiparabile a una ANV, cui è del resto assimilata quanto alla soggezione alle raccomandazioni e agli orientamenti e anche alla partecipazione – sebbene senza diritto di voto – nella elaborazione di progetti di norme tecniche o di suggerimenti in proposito»: Sorace, *op. cit.*) la quale ha sì funzioni consultive ma con pareri non vincolanti.

⁶⁰ Sul SEVIF, v. M. Mancini, *La Banking Union: il riparto delle funzioni di regolazione e di vigilanza*, in M. Mancini, A. Paciello, V. Santoro, P. Valensise, *Regole e mercato*, t. 1, Torino, 2016, pp. 575 ss.; sull'evoluzione del SEVIF a seguito dei Regolamenti (UE) n. 2175/2019 del 19 dicembre 2019 e n. 2176/2019 del 18 dicembre 2019, v. Brozzetti, *op. cit.*, pp. 422-423, nota 60.

⁶¹ Da ultimo, v. Ventoruzzo e Alvaro, *op. cit.*, pp. 2080 ss.

⁶² Da ultimo, v. C. Frigeni, *Il doppio regime di autorizzazione e di vigilanza*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera, G. Presti, vol. I, *Prodotti e intermediari*, Bologna, 2020, pp. 213 ss. spec. 52 ss.

⁶³ Da ultimo, v. M. Perassi, R. D'Ambrosio, *Le sanzioni amministrative*, in *Il Testo Unico Finanziario*, cit., pp. 2243 ss.

81-91; artt. 91a-91ab; artt. 92-97; artt. 98-102; artt. 103-120 MiCAR DA) che definiscono

i) i poteri delle autorità nazionali competenti (ANC) sugli emittenti di *token* collegati ad attività (*asset-referenced tokens* – ART) e di *token* di moneta elettronica (*e-money tokens* – EMT)⁶⁴; dell'European Banking Authority-EBA e dell'European Securities and Markets Authority-ESMA;

ii) in MiCAR DA il registro tenuto dall'ESMA;

iii) misure e sanzioni amministrative a disposizione delle autorità di vigilanza⁶⁵;

iv) responsabilità di vigilanza dell'EBA sugli emittenti di *token* collegati ad attività significativi (*significant asset-referenced tokens*-SART) e di moneta elettronica significativi (*significant e-money tokens*-SEMT)⁶⁶ e requisiti per la composizione dei collegi di vigilanza;

v) poteri e competenze dell'EBA sugli emittenti di SART e di SEMT.

Nell'impianto originario di MiCAR CP le due principali autorità dell'Unione europea incaricate della regolamentazione degli emittenti e dei fornitori di servizi sono l'EBA e l'ESMA con enfaticizzazione in capo all'EBA delle funzioni di vigilanza diretta in luogo di quelle di regolazione⁶⁷ (nella versione MiCAR EPM la vigilanza sui *token* significativi era ripartita tra ESMA sugli emittenti SART ed EBA sugli emittenti SEMT): infatti, a differenza

⁶⁴ Sono state recentemente segnalate alcune emissioni *regulatory-friendly* da parte di Circle: si tratta di Usdc in cui «la convertibilità con il dollaro è garantita, la società opera con l'autorizzazione del Dipartimento dei Servizi Finanziari di New York: Le riserve sono rappresentate al 100% da Treasuries e cash e soggette ad auditing mensile da parte della società indipendente Grant Thornton LLP»; quanto alle *stablecoin* agganciate all'euro Euroc «disegnato già in regola con le rigide norme sulla convertibilità delle *stablecoins* dettate da MiCA. Usdc ed Euroc sarebbero inquadrati come token equivalenti alla moneta elettronica (E-money token, Emt) e Circle sarà assoggettata ad una vigilanza che prevede l'autorizzazione come ente creditizio e l'applicabilità della direttiva sulla moneta elettronica tradizionale (Emd2)» (M. Minenna, *Valute digitali, regole e nuovi equilibri*, in *Il Sole 24Ore*, 10 luglio 2022, pp. 1 e 10).

⁶⁵ A livello europeo, le sanzioni imposte dall'EBA possono essere impugnate innanzi alla Corte di Giustizia UE, che ha giurisdizione illimitata sulle controversie in materia di cripto-attività (art. 118 MiCAR CP e 118 MiCAR DA). Nell'ambito del Meccanismo Unico di Vigilanza Bancaria, sul controllo giurisdizionale delle decisioni EBA preceduto dal riesame delle Commissioni di ricorso competenti v. L. Torchia, *La nuova governance economica dell'Unione europea e l'Unione bancaria*, in Chiti, Santoro, *op. cit.*, pp. 60-61).

⁶⁶ Il riparto delle funzioni di vigilanza tra autorità nazionali competenti e autorità sovranazionali sulla base del parametro della significatività, a differenza del Meccanismo di vigilanza unico, ruota intorno a un criterio di tipo oggettivo e non soggettivo (sul riparto di competenze all'interno del MVU sulla base della distinzione tra banche significative e banche meno significative, v. Mancini, *op. cit.*, pp. 597 ss.).

⁶⁷ Come ricordato, invero, «all'ABE e alle altre Agenzie che compongono il SEVIF, salvo limitatissime eccezioni, non sono riconosciuti poteri di vigilanza e di intervento diretto sugli intermediari»: Mancini, *op. cit.*, p. 593.

del Meccanismo di vigilanza unico – MVU dell’Unione bancaria ove, sia pure con confini non del tutto marcati⁶⁸, alla BCE sono attribuite funzioni di vigilanza⁶⁹ e all’EBA funzioni di regolazione (in particolare per migliorare il processo di armonizzazione normativa europea nel settore bancario: *considerando* n. 17 Reg. 1093/2010 istitutivo dell’EBA)⁷⁰, l’EBA cumula in MiCAR entrambe le funzioni, così discostandosi dall’architettura dell’Unione bancaria dove la funzione di regolazione è «distinta e separata rispetto a quella di vigilanza, il cui contenuto subisce, conseguentemente, una forte riduzione dei poteri normativi, che in precedenza lo caratterizzavano, per sostanzarsi ormai essenzialmente in poteri di amministrazione attiva»⁷¹: l’EBA, infatti, in MiCAR non solo elabora (da sola o con ESMA e SEBC) progetti di norme tecniche di regolamentazione e progetti di norme tecniche di attuazione da sottoporre all’approvazione della Commissione europea ai sensi degli artt. 10 e 15 del Reg. (UE) n. 1093/2010⁷², ma altresì vigila sugli emittenti SART e SEMT⁷³; dispone di poteri di indagine generali che può utilizzare quando necessario⁷⁴; può condurre ispezioni *in loco*⁷⁵; può com-

⁶⁸ In tema v. Torchia, *op. cit.*, p. 57 nonché, anche per ulteriori riferimenti dottrinali, v. Sorace, *op. cit.*, p. 95; S. Antoniazzi, *Il Meccanismo di vigilanza prudenziale. Quadro d’insieme*, in Chiti, Santoro, *op. cit.*, pp. 177 ss. Sulle funzioni regolamentari della BCE, v. Mancini, *op. cit.*, p. 593.

⁶⁹ Il Reg. (UE) 1024/2013 sul Meccanismo di Vigilanza Unico bancario trova il suo fondamento nell’art. 127, co. 6, TFUE che prevede la possibilità per il Consiglio di affidare alla BCE «compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione»: come ricordato, «il nesso funzionale tra tale competenza e il mercato bancario interno fa perno sulla stabilità finanziaria» (M. Ortino, *L’Unione bancaria nel Sistema del diritto bancario europeo*, in Chiti, Santoro, *op. cit.*, p. 82; Mancini, *op. cit.*, pp. 580 ss.). Sui poteri di vigilanza della BCE, v. G. Lo Schiavo, *Il ruolo della BCE*, in Chiti, Santoro, *spec.* pp. 216 ss.; Mancini, *op. cit.*, pp. 582 ss.

⁷⁰ Il fondamento della istituzione delle tre autorità europee di vigilanza ESAs (EBA, ESMA e EIOPA) è da rinvenirsi nell’art. 114 TFUE relativo al ravvicinamento delle legislazioni nazionali (in tema, v. A. Gardella, *L’EBA e i rapporti con la BCE e con le altre autorità di supervisione e di regolamentazione*, in Chiti, Santoro, (a cura di), *op. cit.*, pp. 117 ss.; Mancini, *op. cit.*, 575-576). Sul problema del riparto di competenze tra BCE ed EBA (soprattutto per il rischio che la prima diventi il «normatore di fatto per le banche non sottoposte all’MVU»: Parlamento Europeo, *Relazione sull’Unione bancaria – relazione annuale 2016 (2016/2247(INI))*, 2 febbraio 2017, in www.europarl.europa.eu, punto n. 27) e sulla loro evoluzione a seguito del *new banking package* di maggio 2019 v. A. Brozzetti, *La riforma apprestata con l’Investment firms regulation e directive (lfr/lfd): prime osservazioni ruotanti intorno al nuovo assetto bipolare della regolazione europea e alla nuova definizione di «ente creditizio»*, in *Dir. banc merc. fin.*, 2020, p. 423.

⁷¹ Mancini, *op. cit.*, p. 590.

⁷² *Considerando* nn. 7a, 74-79 MiCAR DA.

⁷³ Art. 98 MiCAR CP.

⁷⁴ Art. 105 MiCAR CP.

⁷⁵ Art. 106 MiCAR CP.

minare sanzioni amministrative pecuniarie⁷⁶ e sanzioni periodiche per la reiterazioni dell'inadempimento⁷⁷. Di tale ruolo dell'EBA è consapevole lo stesso legislatore comunitario: infatti, MiCAR DA introduce il *considerando* n. 78b in cui, in ragione della vigilanza diretta su emittenti SART e SEMT, si ritiene necessario garantire che l'EBA possa esercitare tutti i suoi poteri e compiti al fine di raggiungere i suoi obiettivi per proteggere l'interesse pubblico contribuendo alla stabilità e all'efficacia a breve, medio e lungo termine del sistema finanziario, per l'economia dell'Unione, i suoi cittadini e le sue imprese: in particolare il *considerando* auspica che, affinché gli emittenti di criptoattività e i fornitori di servizi per le criptoattività siano coperti dal Regolamento (UE) n. 1093/2010, quest'ultimo andrebbe conseguentemente modificato. Potrebbe in sostanza affermarsi che, con MiCAR DA l'EBA stia subendo la stessa evoluzione che ha avuto l'ESMA alla quale, come noto, sono state attribuite funzioni di vigilanza diretta⁷⁸, sebbene MiCAR DA estenda con il *considerando* n. 78b l'auspicio indicato per l'EBA anche all'ESMA.

Sempre in raffronto al MVU bancario vi è da rilevare, comunque, che il ruolo della BCE, molto debole in MiCAR CP⁷⁹, si è rafforzato con MiCAR DA (in tema, v. *infra*).

Anche a seguito dell'evoluzione del SEVIF per effetto dei Regolamenti (UE) n. 2175/2019 del 19 dicembre 2019 e n. 2176/2019 del 18 dicembre 2019 l'EBA è considerata avere il ruolo di «principale autorità competente per il coordinamento e la convergenza delle prassi di vigilanza» anche «in materia di vigilanza prudenziale sulle imprese di investimento nell'ambito del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF)»⁸⁰.

La concentrazione in capo all'EBA ad opera di MiCAR DA pare coerente anche con la circostanza per cui dal 1° gennaio 2020, a seguito delle modifiche

⁷⁶ Art. 113 MiCAR CP.

⁷⁷ Art. 114 MiCAR CP.

⁷⁸ In tema, v. M. Lamandini, *La vigilanza diretta dell'Esma. Un modello per il futuro?*, in *Giur. comm.*, 2016, I, pp. 448 ss.; Ventrone, *Alvaro*, *op. cit.*, pp. 2109 ss. cui si rinvia anche per ulteriori riferimenti bibliografici; sull'ESMA v., in generale, F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, pp. 33 ss. il quale individua quali competenze di vigilanza diretta ESMA quelle in materia di agenzie di *rating*, operazioni di *short selling*, controparti centrali, rapporti di dati sulle cartolarizzazioni, elaborazione di norme tecniche di attuazione e la c.d. *soft law* (33, nota 1).

⁷⁹ Come osserva Torchia, *op. cit.*, 59 in riferimento all'Unione bancaria, «l'ampiezza e l'intensità dei poteri di vigilanza e di supervisione attribuiti alla BCE è stata da più parti qualificata come il segnale di un processo di concentrazione e di accentramento, almeno per quanto riguarda il meccanismo unico di vigilanza».

⁸⁰ Così il *considerando* n. 10 della dir. UE 2019/2034 relativa alla vigilanza prudenziale sulle imprese di investimento.

sul SEVIF, l'EBA è l'unica responsabile della guida, del coordinamento e del monitoraggio in materia AML/CFT nell'intero settore finanziario dell'UE⁸¹.

3. Il ruolo dell'ESMA. MiCAR, MiFID e MAR

Nonostante il ruolo, data la concezione, dell'EBA nella vigilanza, la struttura di MiCAR richiama specialmente MiFID 2 e MAR (ma anche di PSD 2) in quanto essenzialmente MiCAR è concepito come diretto a coprire le criptoattività che ricadono al di fuori della esistente legislazione UE che disciplina i servizi finanziari⁸².

L'ESMA viene coinvolta nelle funzioni di vigilanza⁸³, oltre che per l'elaborazione delle norme tecniche (anche in materia climatica e ambientale rispetto ai meccanismi di consenso)⁸⁴, per la gestione del registro dei *white-papers* sulle criptoattività, emittenti di ART e EMT e fornitori di servizi per le criptoattività⁸⁵. L'istituzione di tale registro comporta l'aumento degli obblighi da parte delle autorità competenti degli Stati membri le quali, ai sensi degli artt. 7, co. 5 e 11, co. 5 MiCAR DA, dovranno trasmettere all'ESMA le informazioni ricevute a seguito delle notifiche inerenti ai *white paper* e alle loro modifiche; nonché, sempre per la pubblicazione e ai sensi dell'art. 91a co. 6 MiCAR DA le misure adottate ai sensi dell'art. 82, co. 1, lett. c), d), g), o), p), q), r) o u) MiCAR DA.

⁸¹ E. Montanari, *Le nuove Linee Guida EBA 2021 relative ai fattori di rischio ML/TF*, in www.tidona.com.

⁸² V. *considerando* nn. 3 e 3a MiCAR DA che distinguono tra cripto-attività coperte da MiFID 2 e cripto-attività «altre» prive di regolamentazione, anche consumeristica, al di fuori della disciplina *Anti Money Laundering*. Per una analisi v. A. Sciarrone Alibrandi, *Il Testo Unico Finanziario alla prova del Fintech*, in *Il Testo Unico Finanziario*, cit., pp. 29 ss. spec. 52 ss. nell'analisi dei rapporti tra strumenti finanziari e nuovi asset.

⁸³ A. Horvat, *Protection of Consumers provided in the Proposal for a Regulation of Markets in Cryptoassets*, in *UDK*, 2021, pp. 438-439.

⁸⁴ *Considerando* n. 5a. Sulla scelta di Ethereum di passare dal *proof of work* al *proof of stake*, v. V. Lops, *Ethereum domani diventa green: mercato al test della grande svolta*, in *Il Sole 24Ore*, 14 settembre 2022, p. 28; P. Soldavini, *Parte la sfida a Bitcoin su consumi energetici e potenzialità di sviluppo*, *ibidem*, 16 settembre 2022, p. 28; Id., *Ethereum ora sfida bitcoin a partire dalla sostenibilità*, in *Cripto, Il Sole 24Ore, Le Guide*, 13 ottobre 2022, pp. 28 ss.; V. Lops, *Ethereum, svolta completata. La criptovaluta cambia pelle*, *ibidem*, p. 29; V. Carlini, *Scontro tra sistemi di validazione: i minatori adesso diversificano*, *ivi*; Id., *Ethereum nel mirino della Sec con il nuovo sistema di validazione*, in *Il Sole 24Ore*, 17 settembre 2022, p. 25; Id., *La Sec accende un faro sul nuovo sistema di validazione*, in *Cripto, Il Sole 24Ore, Le Guide*, 13 ottobre 2022, p. 32.

⁸⁵ *Considerando* n. 65c e art. 91a MiCAR DA e già art. 57, co. 1, MiCAR CP limitatamente al registro dei fornitori di servizi per le cripto-attività.

Tornando al raffronto con MiFID 2 e MAR, da un lato, MiCAR è basato sugli stessi quattro elementi chiave di MiFID 2⁸⁶: requisiti di condotta⁸⁷, requisiti prudenziali⁸⁸, requisiti organizzativi e di *governance*⁸⁹ e requisiti di autorizzazione⁹⁰ ove anche la vigilanza spetta all'autorità competente⁹¹.

Dall'altro lato, analogamente a MAR, gli Stati membri dovranno designare le autorità competenti secondo l'art. 3, co. 1, n. 24 MiCAR CP e MiCAR DA e i poteri di tali autorità competenti sono individuati nell'art. 82 MiCAR CP e MiCAR DA e ricordano i poteri previsti nell'art. 23 MAR⁹².

Con particolare riferimento al raffronto effettuato con MiFID 2 in punto di vigilanza ed *enforcement* la dottrina ha osservato come, se MiFID 2, attraverso la fonte normativa della direttiva, richiedeva il recepimento con i conseguenti rischi di arbitraggio normativo nel disciplinare l'autorità competente⁹³, MiCAR presenterebbe rischi minori essendosi prescelta la fonte del regolamento⁹⁴, sebbene vada rimarcato come, basandosi anch'esso sul concetto di autorità nazionale competente⁹⁵, lascerebbe comunque, seppure forse in misura minore, spazi di arbitraggio regolamentare⁹⁶.

Inoltre, si ritiene che, al pari di MiFID 2, MiCAR CP si limiti a prescrivere semplicemente un regime pubblico di vigilanza senza spingersi a disciplinare profili giusprivatistici (contratti, contenzioso, ecc.)⁹⁷: la dottrina ha conseguentemente osservato che il quadro contrattuale per i servizi finanziari che riguarda le criptoattività potrebbe differire significativamente tra

⁸⁶ P. Maume, *Financial Services Regulation*, in P. Maume, L. Maute, M. Fromberger (a cura di), *The Law of Crypto Asset*, Baden-Baden-Oxford, 2022, p. 230.

⁸⁷ Art. 59 MiCAR DA.

⁸⁸ Considerando n. 56 MiCAR DA; art. 60 MiCAR DA.

⁸⁹ Considerando n. 57 MiCAR DA e art. 61 MiCAR DA.

⁹⁰ Art. 53 MiCAR CP e DA.

⁹¹ Art. 81 e art. 53 MiCAR CP e DA.

⁹² Maume, *op. cit.*, 319.

⁹³ Art. 4, co. 1, n. 26 MiFID 2.

⁹⁴ A. Wellerdt, *FinTech Regulierung – Wie werden innovative Geschäftsmodelle beaufsichtigt? Am Beispiel der EU-Regulierung von Kryptowerten und Kryptodienstleistungen*, in *WM*, 2021, 24, pp. 1171 ss. L'art. 1 MiCAR CP parlava anche di «norme uniformi».

⁹⁵ Art. 3, co. 1, n. 24) MiCAR CP e MiCAR DA.

⁹⁶ Maume, *op. cit.*, p. 230.

⁹⁷ Sulla duplice articolazione del discorso «a seconda che si focalizzi l'attenzione sull'interesse (che si è definito obiettivo) della collettività all'efficiente funzionamento del mercato, e quindi sugli strumenti diretti a garantire che le operazioni e le attività finanziarie si svolgano nel rispetto delle regole e dei principi per esse dettati, oppure che si ragioni dell'interesse dei singoli, i quali si rivolgono al mercato, investendo il proprio risparmio, ed in particolare, poi, della tutela di questi ultimi, quando essi vedano deluse, in ragione dell'inosservanza di tali regole e principi di comportamento, le proprie aspettative di remunerazione», v. G. Guizzi, *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, Agg. V, Milano, 2001, p. 758.

gli Stati membri con particolare riferimento al contenzioso civile inerente all'inadempimento del contratto⁹⁸.

Sempre nel raffronto con MiFID 2 l'applicazione transnazionale di MiCAR CP è ritenuta meno complessa⁹⁹: MiCAR si applica a tutte le persone che sono coinvolte nell'emissione di criptoattività o forniscono servizi relativi alle criptoattività nell'Unione Europea¹⁰⁰. I servizi per le criptoattività sono solo quelli forniti da persone giuridiche che hanno una sede legale in uno Stato membro UE e hanno ricevuto l'autorizzazione dalla autorità nazionale competente¹⁰¹. Un'autorizzazione come servizio per le criptoattività è valida per l'intera Unione Europea¹⁰². Se il servizio è fornito in modo transfrontaliero il fornitore di servizi di criptoattività non è tenuto ad avere una presenza fisica nel territorio dello Stato membro ospitante (che è lo Stato membro in cui il fornitore offre i suoi servizi: art. 3(1)(23) MiCAR CP)¹⁰³.

Nonostante le somiglianze disciplinari con MiFID 2 e MAR, MiCAR CP è stato ritenuto non in grado di giungere ad un'applicazione armonizzata del diritto finanziario europeo in tutti gli Stati membri UE e del SEE¹⁰⁴: se, da un lato, il rafforzamento dell'*enforcement* e della *supervisory* sicuramente rappresenterebbe un passo pionieristico, dall'altro andrebbero comunque verificate le ripercussioni per l'equilibrio sempre precario tra l'incoraggiamento dell'innovazione e la garanzia di una solida regolamentazione¹⁰⁵.

⁹⁸ Maume, *ivi*. Va comunque ricordato come MiCAR CP contenga, dall'angolo visuale giusprivatistico, disposizioni di diritto privato simili al regolamento sul crowdfunding (Reg. (UE) n. 1503/2020 su cui v. De Stasio, V., *Il Crowdfunding*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da Cera, M. e Presti, G., II, *Mercati ed emittenti*, Bologna, 2020, 2325 ss.): l'art. 12, co. 1, attribuisce ai consumatori il diritto di recesso nei confronti degli emittenti; gli artt. 14 e 22 contemplano un regime di responsabilità civile di vari soggetti se un *white paper* di criptovalute contiene informazioni incomplete, non corrette, poco chiare o fuorvianti e non escludono ulteriori azioni risarcitorie. Inoltre, MiCAR DA ha inteso prevedere il diritto di rimborso permanente anche per gli ART (*considerando* n. 40 MiCAR DA; art. 35 MiCAR DA) e l'art. 94, co. 2, MiCAR DA prevede anche un sistema di *private enforcement* attraverso l'attribuzione del potere di attivarsi prima delle corti o dei competenti organi amministrativi: si tratta in particolare di organizzazioni di consumatori e professionali.

⁹⁹ Maume, *op. cit.*, p. 232.

¹⁰⁰ Art. 2(1) MiCAR CP.

¹⁰¹ Art. 53(1) MiCAR CP.

¹⁰² Art. 53(3) MiCAR CP.

¹⁰³ Maume, *ibidem*.

¹⁰⁴ D.A. Zetzsche, F. Annunziata, D.W. Arner, R.P. Buckley, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, *EBI Working Paper Series 2020, 77*, 2020, pp. 27-28 i quali hanno pertanto auspicato l'attribuzione all'ESMA del potere di emanare Linee guida per garantire una applicazione armonizzata del diritto finanziario europeo.

¹⁰⁵ Così J. McCarthy, *Evaluating the EU's digital finance strategy: Ambitious glimpses of future regulation?*, in *Journ. Int. Bank. Law and Reg.*, 2021, 36(9), p. 381.

4. Le Autorità Nazionali Competenti (ANC) e la vigilanza sulle *stablecoin* ART, EMT. La vigilanza su SART e SEMT e sui CASPs. La vigilanza sugli *investment token*. La vigilanza sulle criptoattività diverse da ART, EMT e *utility token* che non costituiscono strumenti finanziari

Anche ai fini della vigilanza, MiCAR DA prende in considerazione «tre sottocategorie» di criptoattività¹⁰⁶: oltre a ART e EMT, *stablecoin*, anche gli *utility token*¹⁰⁷ con esclusione dei *non-fungible token-NFT*¹⁰⁸.

Il quadro che risulta dal titolo VII vede la vigilanza degli *emittenti ART e EMT* (disciplinati nei Titoli III e IV MiCAR) affidata alle ANC¹⁰⁹ che devono disporre di adeguati poteri di vigilanza e indagine in conformità con il diritto nazionale: per gli EMT l'art. 3, co. 24, lett. b) individua quale ANC quella designata da ciascuno Stato membro ai fini dell'applicazione della direttiva 2009/110/CE in tema di istituti di moneta elettronica, ANC che per l'Italia è la Banca d'Italia ex art. 114-quinquies.2 TUB.

Quanto agli ART e alle cripto-attività diverse da ART e EMT l'art. 3, co. 24, lett. (a) MiCAR DA prevede che in un singolo Stato membro possano essere designate anche più autorità competenti; per gli EMT, invece -considerati «moneta elettronica» ai sensi dell'art. 2(2) direttiva 2009/110/CE¹¹⁰ - l'ANC è unica¹¹¹. Sempre in riferimento agli ART nella domanda di autorizzazione era prevista l'allegazione anche di «un parere giuridico secondo cui i *token* collegati ad attività non sono assimilabili a strumenti finanziari, moneta elettronica, depositi o depositi strutturati»¹¹²: sebbene il testo della disposizione risulti in parte mutato con MiCAR DA, sembrano restare attuali i rilievi sollevati dalla dottrina la quale ha chiarito che, in considerazione del fatto che vi sarà una corsa verso quegli ordinamenti in cui le consulenze legali saranno più inclini a redigere pareri accomodanti, le autorità di vigilanza sono a maggior ragione chiamate ad indagare in maniera approfondita

¹⁰⁶ Considerando n. 9 MiCAR DA.

¹⁰⁷ L'«*utility token*» è definito come «a type of crypto-asset which is only intended to provide access to a good or a service supplied by the issuer of that token» (art. 3, co. 1, n. 5) MiCAR DA.

¹⁰⁸ V. Consiglio UE, *Comunicato stampa*, cit. e *infra*. Sui NFT v. M. Denga, *Non-Fungible Token im Bank- und Kapitalmarktrecht*, in *BKR*, 2022, pp. 288 ss. e, a seguito di MiCAR DA, F. Annunziata, A. Conso, *Il nuovo paradigma per la certificazione di beni e servizi*, in *Cripto, Il Sole 24Ore, Le Guide*, 13 ottobre 2022, pp. 50-51; Id., *NFT in cerca di regole e consapevolezza per progredire*, *ibidem*, p. 53.

¹⁰⁹ Art. 3, co. 24, lett. (a) per ART e (b) per EMT MiCAR DA.

¹¹⁰ Art. 43, co. 1a, MiCAR DA.

¹¹¹ Art. 3, co. 24, lett. b) MiCAR DA.

¹¹² Art. 16, co. 2, lett. (d) MiCAR CP.

la natura del *token* in modo da accertare l'effettivo regime autorizzatorio¹¹³ (per gli *utility token* non è prevista nemmeno l'acquisizione di tali pareri legali privati). MiCAR DA non ha nemmeno accolto il suggerimento di questa stessa dottrina di una maggiore specificazione dei requisiti e dell'entità che rende il parere anche ai fini dei conflitti di interessi¹¹⁴ e risolutivo del problema non sembra la circostanza che MiCAR CM prevedesse che il parere fosse «independent written and reasoned».

Le autorità nazionali competenti in cui gli emittenti o i prestatori di servizi esercitano la loro attività saranno anche istituiti come primo punto di contatto per eventuali violazioni di MiCAR.

Invece, la vigilanza degli *emittenti di SART e SEMT*¹¹⁵ spetta all'EBA¹¹⁶ in ragione della necessità di un monitoraggio più globale¹¹⁷: come anticipato, MiCAR DA non recepisce la proposta contenuta in MiCAR EPM di divaricare la vigilanza sui *token* significativi tra ESMA su SART e EBA su SEMT.

La vigilanza sui fornitori di servizi per le cripto-attività (CASPs) rimane in capo alle ANC¹¹⁸. In realtà la previsione di una competenza nazionale per i fornitori di servizi non appariva congrua ed al riguardo MiCAR EPM la attribuisce all'ESMA¹¹⁹; le ragioni di tale incongruità iniziale si evincono se solo si legge l'art. 54, co. 2, lett. ea) MiCAR EPM che intende prevenire i rischi che il fornitore di servizi fosse controllato da soggetto con sede in paesi terzi ad alto rischio dal punto di vista della lotta al riciclaggio e al terrorismo o con sede in giurisdizioni non operative a fini fiscali. Risultano in MiCAR EPM incrementati anche i requisiti che deve presentare la domanda di autorizzazione di un CASP prevedendosi la descrizione dei meccanismi di controllo interno e delle procedure di valutazione del rischio del fornitore ai fini della compliance in materia di obblighi antiriciclaggio e antiterrorismo¹²⁰. Accanto al già previsto registro dei fornitori di servizi per criptoattività¹²¹ MiCAR EPM istituisce, sempre presso l'ESMA anche un registro dei fornitori di servizi di cripto-attività non conformi¹²²: si tratta di una *black list* diretta a contenere il rischio antiriciclaggio. Come anticipato, in MiCAR DA la vigilanza sui CASPs è ribadita in capo alle ANC.

¹¹³ Zetzsche, Annunziata, Arner e Buckley, *op. cit.*, p. 23.

¹¹⁴ Zetzsche, Annunziata, Arner e Buckley, *op. cit.*, p. 24.

¹¹⁵ Sulla cui classificazione EBA sulla base dei criteri di classificazione SART, v. art. 50, co. 1, MiCAR DA.

¹¹⁶ Art. 39, co. 5 per SART e art. 50, co. 5 per SEMT MiCAR DA.

¹¹⁷ V. *considerando* nn. 41b, 42-42e, 49, 66 e 68a MiCAR DA.

¹¹⁸ *Considerando* n. 52 MiCAR DA; art. 54, co. 1, MiCAR DA.

¹¹⁹ Art. 54, co. 1 MiCAR EPM.

¹²⁰ Art. 54, co. 2, lett. ra, MiCAR EPM.

¹²¹ Art. 57 MiCAR EPM.

¹²² Art. 61-ter MiCAR EPM.

In riferimento, invece, alle crypto-attività *diverse da ART e EMT*, alle ANC è devoluta anche la vigilanza sugli *utility token* (disciplinati nel Titolo II MiCAR): art. 2, co. 24, lett. a) MiCAR DA che estende la vigilanza anche a chi chiede l'ammissione alla negoziazione di una crypto-attività diversa da ART e EMT su una piattaforma¹²³.

Ai sensi dell'art. 2, co. 3, MiCAR se il *token* rientra in categorie già contemplate dal *diritto finanziario UE* esulterà da MiCA: se il *token* è, in particolare, uno strumento finanziario, la vigilanza sugli *investment token* sarà regolata da MiFID 2¹²⁴. Al riguardo va ricordato anche il Regolamento (UE) 2022/858 sul *pilot regime* – complementare a MiCAR – per le infrastrutture di mercato basate sulla *Distributed Ledger Technology* pubblicato il 2 giugno 2022 sulla GUUE, in vigore dal 22 giugno 2022 e applicabile dal 23 marzo 2023: il regime pilota riguarda, infatti, strumenti finanziari tradizionali¹²⁵. Se invece un *token* non è simile a un'azione o a un'obbligazione o se è simile a un'azione o a un'obbligazione ma non è «negoziabile» allora esso ricadrà sotto MiCA e sarà considerato da MiCA come un *utility token* con le relative regole di disclosure¹²⁶. Sennonché questa stessa dottrina ritiene che la definizione di *utility token* sia parziale e insufficiente e, dunque, la scelta del criterio negativo residuale di cui all'art. 2, co. 3, in assenza di una definizione più analitica degli *utility token* frustrerebbe lo stesso obiettivo di perseguire la certezza del diritto con rischi di *re-characterization* e di *re-qualification*¹²⁷. La dottrina ha, pertanto, auspicato una maggiore

¹²³ Artt. 4a e 7, MiCAR DA.

¹²⁴ *Considerando* n. 3 MiCAR DA; art. 2, co. 2, lett. a) MiCAR DA. Al riguardo va anche ricordato come il *considerando* n. 6a attribuisca all'ESMA il potere di specificare a quali condizioni una crypto-attività vada considerata strumento finanziario alla luce del principio di prevalenza della sostanza sulla forma. Resta il fatto che l'ordinamento italiano conosce, oltre alla nozione di «strumento finanziario» (art. 1, co. 2, TUF), anche la definizione di «prodotto finanziario» (art. 1, co. 1 lett. u), TUF) e pertanto si ritiene come un *token* non riconducibile allo strumento finanziario potrebbe comunque ricadere nel perimetro della disciplina sulle attività finanziarie data la possibile coesistenza di MiCAR e del TUF (V. Carlini, *Tra regolamento Ue e norme fiscali, i dubbi rimangono*, in *Cripto, Il Sole 24Ore, Le Guide*, 13 ottobre 2022, pp. 40-41; Id., *Cripto Borse, scontro sulla regolamentazione. Pugno duro della Sec*, in *Il Sole 24Ore*, 13 settembre 2022, p. 31): la nozione di prodotto finanziario potrebbe riguardare, ad es., NFT o crypto-attività esenti dall'applicazione di MiCAR.

¹²⁵ V. pure Libro Verde del Ministero dell'Economia e della Finanza *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, in www.dt.mef.gov.it. Nella stampa finanziaria, v. A. Criscione, *In vigore il regolamento sul Pilot regime sulle Dlt*, in *Il Sole 24Ore*, 25 giugno 2022, p. 15. In Germania, v. *Das Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren-WpG*, 10 giugno 2021. Sull'emissione alla Borsa di Lussemburgo da parte di Société Générale di tre strumenti finanziari che circolano sulla *blockchain* v. P. Soldavini, *Blockchain, token ammessi alla Borsa di Lussemburgo*, in *Il Sole 24Ore*, 3 febbraio 2022, p. 30.

¹²⁶ Zetzsche, Annunziata, Arner, Buckley, *op. cit.*, p. 23.

¹²⁷ *Ibidem*, pp. 22-23.

chiarezza in ordine all'individuazione di quali attività rientrino nell'ambito di applicazione MiCAR e quali non rientrino nell'ambito di MiFID e della disciplina sui prospetti. La stessa dottrina ha auspicato pure l'attribuzione all'ESMA di poteri di implementazione per l'individuazione e separazione degli strumenti finanziari dagli *utility token* regolati come criptoattività nel Titolo II di MiCAR. In alternativa questa stessa dottrina ha proposto che MiCAR sia rivisto con la previsione che tutte le criptoattività che non sono né ART né EMT rientrino in una riformanda MiFID 2 secondo le indicazioni ESMA nel parere del 2019 (n. 59)¹²⁸. Su tale aspetto il *considerando* n. 65 MiCAR DA nel ribadire che l'emittente di cripto-attività diverse da ART e EMT non è assoggettato alla vigilanza MiCAR quando non è un offerente o una persona che chiede l'ammissione alla negoziazione, attribuisce alle autorità competenti il potere di sospendere una pubblica offerta o l'ammissione alla negoziazione di criptoattività quando incontrano difficoltà nella classificazione delle cripto-attività.

Al riguardo, va segnalato come l'art. 2 MiCAR DA, al co. 3 amplia, rispetto a MiCAR CP, il catalogo delle cripto-attività a cui MiCAR non trova applicazione.

A differenza di quanto accade per il prospetto che, ai sensi dell'art. 94 T.u.f. deve essere approvato dalla Consob la quale è chiamata alla verifica «della completezza, della coerenza e della comprensibilità delle informazioni fornite» (art. 94-bis, co. 3, T.u.f. e, se del caso richiedere una integrazione documentale: art. 8 Reg. emittenti)¹²⁹, il *White paper* previsto per l'emissione di *utility token* non è soggetto ad alcun controllo preliminare o approvazione da parte delle autorità di vigilanza per espressa previsione dell'art. 7, co. 1, MiCAR CP e MiCAR DA¹³⁰. Sennonché dallo stesso art. 7, al co. 2, è stata espunta da un lato la previsione della notifica del *White paper* almeno venti giorni prima della pubblicazione; dall'altro, il rinvio all'art. 82, co. 1, tra i cui poteri delle autorità competenti era compreso quello di imporre (nel caso di specie prima e dopo la pubblicazione del *White paper*) di fornire informazioni

¹²⁸ *Ibidem*, p. 24.

¹²⁹ Per l'analisi di alcuni dati statistici, sulla base di due studi dell'ESMA, che vedono nel periodo 2010-2020 un calo drastico del numero dei prospetti approvati dalla Consob (da 600 a una trentina), a differenza di quanto accaduto in Francia, Germania, Irlanda, Lussemburgo e Paesi Bassi e che porta all'«esportazione» dei prospetti in altri Stati membri per poi avvalersi del «passaporto europeo», v. M. Ventoruzzo, *Perché l'Italia soffre l'import-export di prospetti*, in *Il Sole 24Ore*, 11 agosto 2022, p. 17. Sulla recente semplificazione dei prospetti, v. delibera 28 luglio 2022, n. 22423, in www.consob.it; nella stampa finanziaria, A. Criscione, *Quotazioni. Consob semplifica i prospetti per facilitare il listing*, in *Il Sole 24Ore*, 6 agosto 2022, p. 12; M. Meneghello, *Ipo, Consob spiana la via: iter più brevi, prospetti soft*, *ibidem*, 2 agosto 2022, p. 2; Id., *Intervista ad Andrea Vismara*, *ivi*.

¹³⁰ Zetzsche, Annunziata, Arner e Buckley, *op. cit.*, p. 12; McCarthy, *op. cit.*, p. 380.

e documenti (lett. l), MiCAR CP) ovvero di effettuare ispezioni o indagini in loco allo scopo di avere accesso a documenti e altri dati (lett. x) MiCAR CP¹³¹.

Il modello è stato criticato da quella dottrina che ha ritenuto che solo la revisione *ex ante* delle autorità pubbliche – coordinata dall’ESMA – può garantire un’applicazione armonizzata di MiCA e che la giustificazione della scelta legata alla presunta necessità di evitare di imporre un onere eccessivo alle autorità competenti è destituita di fondamento in quanto per altri aspetti MiCAR rispecchia l’approccio che si trova nella disciplina sul prospetto ed i clienti che ricevono varie versioni del *white paper* a causa di interventi *ex post* possono trovarsi confusi.

Sul punto la versione del Trilogo non pare apportare modifiche all’attuale versione dell’art. 7, co. 1, anzi. L’art. 5 MiCAR DA interviene esclusivamente sul profilo della tutela informativa non solo aggiungendo che il *white paper* debba recare sulla prima pagina la dicitura «this crypto-asset white paper has not been approved by any competent authority in any Member State of the European Union. The offeror of the crypto-asset is solely responsible for the content of this crypto-asset white paper»¹³²; ma anche prevedendo che lo stesso debba recare chiaramente un avviso inerente ai rischi legati al fatto che le cripto-attività non trovano la copertura né attraverso i sistemi di indennizzo degli investitori ai sensi della direttiva 97/9/CE del 3 marzo 1997¹³³ né attraverso i sistemi di garanzia dei depositi ai sensi della direttiva 2014/49/UE del 16 aprile 2014¹³⁴. La dicitura di cui all’art. 5, co. 3, MiCAR DA è imposta anche per le comunicazioni di *marketing*¹³⁵.

5. La vigilanza EBA sui SART, la doppia vigilanza EBA e ANC sugli emittenti SEMT. I collegi consultivi di vigilanza. Il parere reso nel 2021 dalla BCE

Nella proposta, la vigilanza sugli emittenti SART è svolta esclusivamente dall’EBA¹³⁶: il *considerando* n. 66 MiCAR CP giustifica tale scelta in ragione del rischio di arbitraggi normativi; MiCAR DA espunge tale riferimento individuando, invece, le ragioni dell’attribuzione della vigilanza all’EBA

¹³¹ Zetzsche, Annunziata, Arner e Buckley, *op. cit.*, p. 13; M. Lucchesi, *Crypto-assets: the draft «MiCA» Regulation aims for a new EU regulation*, in *Int. Bus. Law Journ.*, 2021, 2, p. 184.

¹³² Co. 3.

¹³³ Co. 5, lett. e).

¹³⁴ Co. 5, lett. ea).

¹³⁵ Art. 6, co. 1, lett. e) MiCAR DA. Per la precisazione della mancata previsione che il *white paper* debba contenere la descrizione dei rischi che siano «unforeseeable and very unlikely to materialise» v. *considerando* n. 14.

¹³⁶ Artt. 98, co. 1, 39 co. 5 e 40, co. 5 MiCAR CP; artt. 98, co. 1, 39, co. 5 e 40, co. 5, MiCAR DA.

nei «specific risks to monetary sovereignty and monetary transmission channels»¹³⁷ nonché nelle problematiche in termini di «financial stability, monetary policy transmission or monetary sovereignty»¹³⁸. MiCAR intende «to ensure the smooth transition of supervisory competences» e a tale riguardo prevede una cooperazione tra EBA e ANC¹³⁹. Il trasferimento della vigilanza sui SART all'EBA avviene entro venti giorni lavorativi dopo la notifica della decisione EBA che un ART sia un SART¹⁴⁰; tra gli obblighi aggiuntivi per l'emittente SART è prevista una attività di riserva del 3% di fondi propri non prevista, invece, per gli emittenti ART¹⁴¹. Per i SART è prevista la nomina di un collegio consultivo di vigilanza¹⁴².

Gli emittenti di SEMT sono, in MiCAR CP e in MiCAR DA, invece, sottoposti alla duplice vigilanza dell'EBA, che vigila sul rispetto degli obblighi supplementari specifici ed aggiuntivi per tali emittenti significativi¹⁴³ e delle ANC¹⁴⁴ che vigilano su tutti gli altri requisiti previsti da MiCAR; anche per tali emittenti SEMT è prevista l'istituzione di un collegio consultivo di vigilanza¹⁴⁵. Per i SEMT non era previsto un processo «to ensure the smooth transition of supervisory competences» come avviene per i SART e questo si spiegava in considerazione del fatto che MiCAR prevedeva una grande differenza tra la vigilanza EBA su SART da un lato e su SEMT dall'altro¹⁴⁶: gli emittenti di SART svolgono la loro attività generalmente sotto la vigilanza EBA¹⁴⁷ e dopo la classificazione come SART ai sensi dell'art. 39 l'EBA procede a una nuova valutazione prudenziale per garantire che gli emittenti di SART soddisfino i requisiti di cui al titolo III¹⁴⁸. Se un emittente SART fornisce servizi per le cripto-attività o emette cripto-attività che non sono SART, tali servizi e attività rimangono sotto la vigilanza dell'ANC compresa l'emissione di altri ART emessi dallo stesso emittente ma non classificati come significativi¹⁴⁹.

¹³⁷ *Considerando* n. 66.

¹³⁸ *Considerando* n. 41b MiCAR DA.

¹³⁹ *Considerando* n. 66 MiCAR DA; art. 39, co. 5, parte seconda, MiCAR CP e MiCAR DA.

¹⁴⁰ Art. 39, co. 5, MiCAR DA.

¹⁴¹ Art. 41, co. 4, MiCAR CP e MiCAR DA.

¹⁴² *Considerando* n. 69 MiCAR DA; art. 99 MiCAR CP e MiCAR DA.

¹⁴³ *Considerando* n. 68 MiCAR DA; art. 98, co. 4 MiCAR CP e MiCAR DA, in riferimento ai requisiti specifici di cui all'art. 52 MiCAR CP e MiCAR DA.

¹⁴⁴ Art. 3, co. 24, lett. (b) MiCAR DA.

¹⁴⁵ *Considerando* n. 69 MiCAR DA; art. 101 MiCAR CP ora art. 99 MiCAR DA.

¹⁴⁶ König, *The Future of Crypto-Assets within the European Union – An Analysis of the European Commission's Proposal for a Regulation on Markets in Crypto-Asset*, Stanford-Vienna European Union Law Working Papers No. 55, in <http://tflf.stanford.edu>, pp. 88. V. invece ora art. 50, co. 5, parte seconda MiCAR DA.

¹⁴⁷ Art. 98, co. 1.

¹⁴⁸ Art. 98, co. 3.

¹⁴⁹ Art. 98, co. 2.

Sia per SART che per SEMT va fatto rilevare in MiCAR DA il mantenimento del modello di MiCAR CP con la competenza in capo all'EBA: in tal modo il ruolo dell'ESMA in MiCAR DA apparirebbe limitato a elaborare, insieme ad altre autorità o in via esclusiva, progetti di norme tecniche¹⁵⁰, a essere consultata¹⁵¹, ad istituire e tenere il registro¹⁵², a coordinare le ispezioni o le indagini (in caso di richiesta da una delle autorità competenti)¹⁵³ ma non a adottare decisioni sulla significatività di un ART¹⁵⁴, discostandosi così dal paradigma del EP *mandate* in cui l'ESMA veniva individuata come «the lead authority for the development of regulatory technical standards and for the carrying out of supervisory duties in relation to markets in crypto-assets».

Sul presupposto che gli emittenti SART e SEMT «are usually at the centre of a network of entities which ensure the issuance of such crypto-assets, their transfer and their distribution to holders of crypto-asset»¹⁵⁵, l'EBA deve istituire – entro trenta giorni dalla classificazione di ART e EMT come «significativi» –, gestire e presiedere un *collegio consultivo di vigilanza* per ciascun emittente di SART e SEMT composto, tra l'altro, oltre che da EBA, da autorità nazionale e da ESMA¹⁵⁶; sul ruolo della BCE in tali consigli v. *infra*. La funzione dei collegi è quella che «should facilitate the cooperation and exchange of information among its members and should issue non-binding opinions on changes in authorisation or supervisory measures concerning the issuers» SART e SEMT (non più «i soggetti pertinenti che forniscono servizi o attività in relazione a tali token»)¹⁵⁷. I pareri di tali collegi sono «non vincolanti»¹⁵⁸. Con riferimento ai collegi di vigilanza e alla cooperazione con le autorità di vigilanza dei paesi terzi¹⁵⁹ la dottrina, muovendo dalla considerazione secondo cui il progetto MiCAR CP ha preso le mosse dalla vicenda di una *stablecoin* globale (Libra), ha messo in luce come MiCA anche in relazione ai SART e SEMT vigilati da EBA che presiede i collegi di vigilanza detti, comunque, un quadro legislativo idoneo esclusivamente per uno

¹⁵⁰ *Considerando* n. 5a, 7a e 73-75, MiCAR DA; artt. 5, co. 11 e 11a; 15a, co. 7; 16, co. 4 e 5; 17, co. 6a e 11; 30, co. 12; 31, co. 4; 34, co. 4; 38, co. 4; 41, co. 6; 46, co. 8a e 10c; 53a, co. 10 e 11; 54, co. 4 e 5; 61, co. 9c; 64, co. 5; 65, co. 5; 68, co. 10b; 75, co. 4; 77, co. 3a; 80a, co. 3; 83, co. 9 e 10; 84, co. 4; 90, co. 2a; 91a, co. 8; 99, co. 6 MiCAR DA.

¹⁵¹ Art. 21, co. 2, MiCAR DA.

¹⁵² *Considerando* n. 53 MiCAR CP e n. 65c MiCAR DA; art. 57 MiCAR CP; art. 91a MiCAR DA.

¹⁵³ Art. 83, co. 4a, MiCAR DA.

¹⁵⁴ Art. 39, co. 4, MiCAR DA.

¹⁵⁵ *Considerando* nn. 67 e 69 MiCAR CP e *considerando* n. 69 MiCAR DA.

¹⁵⁶ Art. 99 e *considerando* n. 67 e art. 101 e *considerando* n. 69 n. MiCAR CP; *considerando* n. 69 e art. 99 MiCAR DA.

¹⁵⁷ *Considerando* nn. 67 e 69 MiCAR CP e *considerando* n. 69 MiCAR DA.

¹⁵⁸ Artt. 100 e 102 MiCAR CP; art. 100 MiCAR DA.

¹⁵⁹ Art. 90 MiCAR CP e MiCAR DA.

stablecoin «regionale»¹⁶⁰. In particolare, la dottrina ha criticato, da un lato, la circostanza che le autorità di vigilanza dei paesi terzi con i quali l'EBA ha concluso un accordo amministrativo ai sensi dell'art. 108 MiCAR DA, pur componendo i collegi di vigilanza¹⁶¹, non hanno diritto di voto sui pareri del collegio¹⁶²; dall'altro, la circostanza che MiCA non prevede norme di cooperazione quando l'EBA o le ANC si riuniscono in collegi di vigilanza istituiti da autorità di paesi terzi¹⁶³; del resto, secondo questa dottrina, la circostanza che l'EBA, di fronte ad una emissione UE, resti sempre presidente dei collegi di vigilanza contrasta con l'idea stessa di *stablecoin* globale¹⁶⁴. Il *considerando* n. 65b MiCAR DA enfatizza che, in ragione della natura transfrontaliera dei mercati delle cripto-attività, le autorità competenti «should cooperate with each other to detect and deter any infringements of the legal framework governing crypto-assets and markets for crypto-assets» (la previsione va coordinata con il recente *Crypto Asset Reporting Framework* – CARF pubblicato dall'OCSE per lo scambio automatico di informazioni tra i Paesi del G-20¹⁶⁵).

Oltre alla proposta in MiCAR EPM di divaricare la vigilanza sui *token* significativi tra ESMA su SART e EBA su SEMT va ricordato come sul quadro regolamentare delineato nel titolo VII di MiCAR CP è intervenuta la BCE con un parere del 29 aprile 2021: in riferimento agli emittenti SEMT il parere rimarca gli inconvenienti della duplice vigilanza (EBA e ANC) dove l'EBA avrebbe la responsabilità esclusiva di garantire il rispetto dei requisiti specifici da parte degli emittenti di SEMT mentre l'ANC vigilerebbe sugli altri requisiti (3.1.2.).

La duplicazione è ritenuta foriera di «gravi inconvenienti» (3.1.3.) oltre che priva di una giustificazione economica relativa alla differenziazione tra vigilanza SART (rimessa alla sola EBA) e SEMT (congiunta EBA e ANC). La duplicazione oltre a poter far «sfumare i contorni della responsabilità e aumentare la complessità delle disposizioni» (3.1.3.) può «anche portare a una duplicazione dei compiti di vigilanza o addirittura a conflitti tra gli stessi» ad esempio laddove le ANC vigilino sugli emittenti di SART o di SEMT che for-

¹⁶⁰ Zetzsche, Annunziata, Arner e Buckley, *op. cit.*, 26.

¹⁶¹ Artt. 99, co. 2, lett. k) e 101, co. 2, lett. j) MiCAR CP; art. 99, co. 2, lett. k) MiCAR DA.

¹⁶² Artt. 100, co. 4 e 102, co. 4 MiCAR CP e art. 100, co. 4, MiCAR DA.

¹⁶³ Zetzsche, Annunziata, Arner e Buckley, *op. cit.*, pp. 26-27.

¹⁶⁴ *Ibidem*, pp. 27.

¹⁶⁵ OECD, *Crypto-Asset Reporting Framework and Amendments to the Common Reporting Standard*, Paris, 2022, in <https://www.oecd.org/tax/exchange-of-tax-information/crypto-asset-reporting-framework-and-amendments-to-the-common-reporting-standard.htm>. Per una prima sintesi, con riguardo alla definizione di cripto-attività e di intermediari, nonché all'individuazione delle transazioni e delle informazioni da comunicare come pure della *due diligence* richiesta, R. Russo, *Criptovalute, in arrivo più trasparenza con lo scambio informazioni tra Stati*, in *Il Sole 24Ore*, 11 ottobre 2022, p. 40.

niscono altri servizi per le cripto-attività (3.1.3.). La BCE conclude ritenendo che SART e SEMT «riceverebbero una migliore vigilanza a livello europeo, in quanto ciò garantirebbe un quadro completo dei rischi e un coordinamento delle azioni di vigilanza, evitando nel contempo l'arbitraggio normativo» (3.1.3.). In MiCAR DA la doppia vigilanza sui SEMT viene giustificata nel *considerando* n. 68 in ragione dei «*very specific risks*».

Ulteriore inconveniente è individuato dalla BCE per la eventuale sovrapposizione della vigilanza bancaria di cui al regolamento (UE) n. 1024/2013: infatti, se l'emittente SEMT è un ente creditizio¹⁶⁶ la duplice vigilanza EBA e ANC si complicherebbe ulteriormente qualora l'emittente fosse assoggettato alla vigilanza BCE come ente creditizio significativo ai sensi del Reg. 1024/2013¹⁶⁷. In tal caso la vigilanza sarebbe triplice. In luogo di una triplice vigilanza il parere BCE propone che l'ANC assuma un ruolo nell'ambito del Consiglio delle autorità di vigilanza (CAV) dell'EBA¹⁶⁸, nei Gruppi di vigilanza congiunti (GVC; *Joint Supervisory Teams – JST*) che si occupano della vigilanza giornaliera degli enti creditizi significativi¹⁶⁹ e nel collegio di vigilanza per gli emittenti SEMT previsto all'art. 101 della proposta MiCAR CP.

Ridotte nel parere le competenze alle due autorità EBA e BCE, quest'ultima ha auspicato un chiarimento del riparto delle responsabilità e delle competenze di vigilanza tra le due autorità «per evitare potenziali duplicazioni e conflitti» nel senso che l'obbligo dell'EBA di imporre l'osservanza, da parte dell'emittente di SEMT, dei requisiti stabiliti nella proposta di regolamento «non dovrebbe interferire con la vigilanza sui requisiti prudenziali applicati dalla BCE nel suo ruolo di vigilanza bancaria» (3.1.5.).

Inoltre il parere della BCE, richiamando il c.d. codice bancario europeo - Reg. 575/2013/UE-*Capital Requirement Regulation* – CRR e la Dir. 2013/36/UE – *Capital Requirement Directive 4* – CRD-IV («quale legge sostanziale di

¹⁶⁶ Sulla nozione di «ente creditizio» a seguito del Reg. (UE) 2019/2033 e della Dir. UE 2019/2034 c.d. IFR/IFD (*Investment firms, regulation e directive*) v. Brozzetti, *op. cit.*, pp. 391 ss. Rispetto a MiCAR CP, MiCAR DA distingue meglio, giustapponendoli, gli enti creditizi (art. 3, co. 1, n. 19) e le imprese di investimento (art. 3, co. 1, n. 19a), queste ultime espunte dal codice bancario e oggi assoggettate a IFR/IFD nonostante l'art. 62 Reg. 2019/2033 riproponga erroneamente nella versione italiana il testo del titolo del Reg. (UE) n. 573/2013 nella stessa intitolazione originaria comprendente quindi pure le imprese di investimento: sul punto, v. Brozzetti, *op. cit.*, 394 ss.

¹⁶⁷ Sugli enti sottoposti alla vigilanza della BCE, v. Lo Schiavo, *op. cit.*, pp. 208 ss.

¹⁶⁸ Su tale organo, v. Sorace, *op. cit.*, pp. 99 ss.

¹⁶⁹ Artt. 3 ss. Reg. 468/2014/UE e *Guida alla vigilanza bancaria*, 9 e 14 ss. In tema, Gortsos, *sub* art. 6 SSMR, in J.H. Binder, C.V. Gortsos, K. Lackhoff, C. Ohler (a cura di), *European Banking Union. Brussels Commentary*, Baden-Baden-Oxford, 2022, pp. 118 ss.; v. pure Gnes, *Il meccanismo di vigilanza prudenziale*, in Chiti, Santoro (a cura di), *op. cit.*, pp. 258-259; Lo Schiavo, *op. cit.*, pp. 217-218.

riferimento per l'esercizio dei poteri di vigilanza della BCE e delle ANC»¹⁷⁰) nonché il Reg. 468/2014/UE (3.3.1.) – ha auspicato che alla luce (i) della prevista designazione, da parte degli Stati membri, delle ACN per lo svolgimento delle funzioni e dei compiti della proposta di regolamento (art. 81) nonché (ii) del generico riferimento al coordinamento con le altre autorità (artt. 85 e 110) nonché (iii) della circostanza che i poteri di vigilanza attribuiti alle ANC possono anche avere implicazioni prudenziali per gli enti creditizi (attraverso la richiesta di informazioni supplementari, congelamento o sequestro di beni) il mero invito alle autorità di collaborare sarebbe insufficiente (3.3.2.) richiedendosi allora «un chiaro meccanismo di coordinamento comprensivo di procedure e scadenze definite in modo preciso per quanto riguarda gli aspetti relativi alla notifica» nei rapporti tra ANC e BCE «nel suo ruolo di autorità di vigilanza prudenziale per gli enti creditizi significativi quando intendano emettere cripto-attività e/o fornire servizi connessi alle cripto-attività» (3.3.3.)¹⁷¹.

Il parere BCE ha suggerito inoltre l'opportunità di prevedere un obbligo per le autorità nazionali di comunicare alla BCE qualora un ente creditizio significativo pubblichi un *white paper*, intenda fornire servizi per le criptoattività o violi il MiCAR (3.3.3.).

Infine la BCE per il caso in cui ad emettere SART e SEMT siano enti creditizi significativi ha auspicato che si tenga conto del ruolo di vigilanza della BCE «con meccanismi di coordinamento più chiari, compreso un regime di notifica chiaro e l'inclusione della BCE nel collegio in qualità di autorità di vigilanza prudenziale»; infine la BCE ha rivendicato «un esplicito e coerente riferimento alle autorità di vigilanza prudenziale non solo per i SART¹⁷² ma anche per i SEMT (rispetto ai quali la BCE compariva in MiCAR CP solo nel caso di cui all'art. 101, co. 2, lett. (h) ma non per il caso di cui alla lett. (b)).

6. Il ruolo della BCE in MiCAR

Il parere della BCE solleva un più ampio problema inerente al ruolo della BCE in MiCAR che nella versione MiCAR CP appariva priva di poteri decisionali: la problematica è stata affrontata dalla dottrina tedesca¹⁷³ (nessun

¹⁷⁰ Lo Schiavo, *op. cit.*, p. 214. In tema, v. Gortsos, *sub art.* 6 SSMR cit., pp. 120 ss.

¹⁷¹ Sui problematici rapporti del riparto di competenze tra ANC v. M. Cera, *Società bancarie quotate e pluralità di vigilanze pubbliche*, in G. Carcano, M.C. Mosca, M. Ventoruzzo (a cura di), *Regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2016, pp. 537 ss.; Id., *Le società con azioni quotate nei mercati*, Bologna, 2020, pp. 28 ss.

¹⁷² Art. 99, co. 2, lett. i).

¹⁷³ J. Brauneck, *Die verfehlte Rolle der EZB bei der EU-Regulierung von Kryptowerten durch MiCA*, RD i, 2022, pp. 10 ss.

ruolo è attribuito, poi, al Comitato Europeo per il Rischio Sistemico – ESRB di cui al Reg. (UE) n. 1092/2010).

In realtà la BCE nel quadro di MiCAR CP è autorità chiamata a rilasciare pareri non vincolanti: è quanto accade per la domanda di autorizzazione all’offerta o all’ammissione a una piattaforma di negoziazione di cripto-attività dell’Unione, sebbene occorra tenerne «debitamente conto»¹⁷⁴.

In particolare, va rimarcata l’anomalia della natura non vincolante del parere della BCE¹⁷⁵ a fronte della previsione, tra i motivi di rifiuto dell’autorizzazione, della «grave minaccia per la stabilità finanziaria, la trasmissione della politica monetaria o la sovranità monetaria»¹⁷⁶: in effetti quello della stabilità finanziaria è stato storicamente il maggior obiettivo delle banche centrali¹⁷⁷ e tra i suoi obiettivi il MVU vede quello di «contribuire alla sicurezza e alla solidità degli enti creditizi e alla stabilità del sistema finanziario all’interno dell’Unione e di ciascuno Stato membro»¹⁷⁸.

Nell’ambito del Titolo III inerente agli ART, all’art. 18, co. 4, MiCAR DA è precisato che nei loro pareri la BCE o la banca centrale valutano «the risks posed to monetary policy transmission, monetary sovereignty, the smooth operation of payment systems, and financial stability»¹⁷⁹ e sebbene si chiarisca che si tratti di pareri non vincolanti (*non-binding*), lo stesso art. 18, co. 4 precisa che tale non vincolatività è «without prejudice to Article 19(2a)» e che di tali pareri l’autorità competente debba tenere «debitamente conto» («shall duly consider») rifiutando l’autorizzazione all’offerta o all’ammissione alla negoziazione di ART¹⁸⁰ (art. 19, co. 2a MiCAR DA: in particolare «competent authorities shall [...] refuse authorisation if the ECB or, where applicable, a central bank as referred to in Article 18(3), gives a negative opinion under Article 18(4) on grounds of smooth operation of payment systems, monetary policy transmission, or monetary sovereignty»). Tale soluzione è coerente con il *considerando* n. 29a MiCAR DA per il quale «in several cases where the ECB is consulted, its opinion is binding in that it obliges a competent authority to refuse, withdraw or limit an authorization to issue asset-referenced tokens or to impose specific measures on an asset-referenced tokens’ issuer»; aggiun-

¹⁷⁴ Art. 18, co. 4, MiCAR CP.

¹⁷⁵ Ivi.

¹⁷⁶ Art. 19, co. 2, lett. (c) MiCAR CP; *considerando* n. 29 MiCAR CP; Brauneck, *op. cit.*, p. 12.

¹⁷⁷ In tema, v. Gortsos, *sub* art. 25 SSMR, *op. cit.*, pp. 343 ss.

¹⁷⁸ Art. 1 Reg. (UE) n. 1024/2013; art. 3, co. 3, Statuto SEBC/BCE; Mancini, *op. cit.*, p. 585; G. Napolitano, M. Perassi, *La Banca centrale europea e gli interventi per la stabilizzazione finanziaria: una nuova frontiera della politica monetaria?*, in G. Amato, R. Gualtieri (a cura di), *Prove di Europa unita. Le istituzioni europee di fronte alla crisi*, Firenze, 2013, p. 51.

¹⁷⁹ Sul punto v. già *considerando* nn. 4 e 5 e, in particolare, il *considerando* n. 42c MiCAR DA.

¹⁸⁰ Art. 15 MiCAR DA.

gendo, ancora, che «while Article 263, first subparagraph TFEU, provides that the Court of Justice shall review the legality of acts of the ECB other than recommendations or opinions, it is recalled that it is up to the Court of Justice to interpret this provision, in light of the substance and effects of the opinions of the ECB»¹⁸¹. A carico delle autorità competenti sono previsti poi obblighi informativi all'EBA, ESMA, BCE e, se del caso, alle banche centrali circa le autorizzazioni non concesse e le ragioni sottese¹⁸².

Altrettanto «non vincolanti» erano, nella versione di MiCAR CP, i pareri resi dal Collegio per gli emittenti di SART¹⁸³ di cui la BCE faceva parte¹⁸⁴ e dal Collegio per gli emittenti di SEMT¹⁸⁵ di cui la BCE poteva far parte¹⁸⁶ (v. invece ora l'art. 99, co. 2, lett. i) MiCAR DA dettato anche per il Collegio per gli emittenti di SEMT); al riguardo il *considerando* n. 29 MiCAR CP era particolarmente esplicito in quanto chiariva che la consultazione della BCE (ma anche di altra banca centrale, di EBA e di ESMA) dovesse aversi, attraverso un parere non vincolante, «qualora le valute di riferimento dei *token* collegati ad attività siano valute dell'Unione»; il *considerando* n. 29 risulta modificato a seguito di MiCAR DA, nel senso che «the ECB and the national central banks should provide the competent authority with an opinion on the risks for the smooth operation of payment systems, monetary policy transmission or monetary sovereignty. The competent authorities should also refuse authorisation when the ECB or a national central bank gives a negative opinion on grounds of smooth operation of payment systems, monetary policy transmission, or monetary sovereignty».

Il caso dell'ente creditizio che emette ART autorizzato ai sensi della dir. 2013/36/UE (non quindi dell'impresa di investimento IFR/IFD) è annoverato nel *considerando* n. 28a e nell'art. 15, co. 1, lett. b) e art. 15a MiCAR DA: si prevede che tale ente creditizio sia soggetto a tutti i requisiti richiesti da MiCAR per l'emittente di ART – compresi quelli in tema di *white paper* – ad esclusione¹⁸⁷ del requisito di autorizzazione secondo MiCAR e dei requisiti che si sovrappongono a quelli già previsti dal codice bancario europeo (dir.

¹⁸¹ Sull'impugnazione degli atti della BCE v., da ultimo, Trib. UE, 12 ottobre 2022, causa T-502/19 (in <https://eur-lex.europa.eu>), che ha riconosciuto la «necessaria legittimazione ad agire avverso le decisioni controverse» anche ad un azionista titolare dello 0,000361% del capitale sociale. Sul meccanismo di revisione amministrativa delle decisioni di vigilanza adottate dalla BCE v. Mancini, *op. cit.*, pp. 615 ss. e M. Clarich, *Il riesame amministrativo delle decisioni di vigilanza della Banca centrale europea*, in Chiti, Santoro (a cura di), *op. cit.*, pp. 139 ss.

¹⁸² Art. 19, co. 4, MiCAR DA.

¹⁸³ Art. 100 MiCAR CP.

¹⁸⁴ Art. 99, co. 2, lett. i) MiCAR CP.

¹⁸⁵ Art. 102 MiCAR CP.

¹⁸⁶ Art. 101, co. 2, lett. (h) MiCAR CP.

¹⁸⁷ Art. 15a, co. 2, MiCAR DA.

2013/36/UE e del Reg. UE 575/2013). Il *considerando* n. 43 MiCAR DA prevede poi che se l'emittente di ART sia un ente creditizio o un soggetto di cui all'art. 1, co. 1, dir. BRRD l'autorità di risoluzione debba essere consultata dall'autorità competente esaminando il piano di rimborso dei *token* e suggerendo eventualmente modifiche. Nel caso di ART emesso da un ente creditizio offerto o ammesso alla negoziazione sono previsti obblighi informativi dell'autorità competente alla BCE o alla banca centrale dello Stato membro ove la valuta non sia l'euro o la valuta diversa dall'euro sia inclusa nelle attività di riserva¹⁸⁸; all'ESMA ai fini del registro o della revoca dell'autorizzazione¹⁸⁹.

Interessante al riguardo appare il *considerando* n. 7a MiCAR DA ove, muovendosi dall'art. 127, co. 2, Tratt. sul funzionamento dell'UE (TFUE) e dall'art. 22 dello Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) al fine di prevenire «the possible creation of parallel sets of rules» si prevede una stretta collaborazione tra EBA, ESMA e SEBC nella predisposizione dei progetti di norme tecniche (ad. es., in riferimento agli ART emessi da enti creditizi, sulla procedura di approvazione: art. 15a, co. 7; dispositivi di governance: art. 30, co. 11a); strumenti di trasmissione di informazioni: art. 16, co. 4); o tra EBA e SEBC (ad. es., sulle metodologie di stima delle transazioni giornaliere: art. 19a co. 4) o tra ESMA e SEBC (art. 19a, co. 4) o tra ESMA ed EBA (ad. es., in tema di strumenti di trasmissione di informazioni: art. 17, co. 6a), senza entrare in conflitto con il Regolamento (UE) n. 1024/2013.

7. Gli ambiti legislativamente privi della vigilanza (*Non-Fungible Tokens-NFT*; *stablecoin* algoritmiche significative; servizi totalmente decentralizzati)

MiCAR sconta in parte il fatto di essere stato concepito in seguito ai severi moniti delle autorità di vigilanza di fronte al nuovo fenomeno delle *Initial Coin Offering* avutisi a far data dal 2017 in cui un certo numero di investitori ha perso i propri investimenti e che, per certi versi, appartengono alla preistoria delle criptoattività.

Restano fuori dall'ambito della vigilanza i *Non Fungible Tokens-NFT*¹⁹⁰. Pertanto, nonostante la crescita dell'interesse verso i NFT, nell'UE sono allo

¹⁸⁸ Art. 15a, co. 4, MiCAR DA.

¹⁸⁹ Art. 15a, co. 5 e 6, MiCAR DA.

¹⁹⁰ M. Huertas, A. Híkl, *Non-fungible tokens (NFTs) – new opportunities but do they need new EU regulations?*, in *Journ. Int. Bank. Law and Reg.*, 2022, 37(4), p. 133. Sull'azione di classe preannunciata contro Yuga Labs per le perdite legate ai NFT ApeCoin e Bored Ape Yatch Club v. G. Giardini, M. Pirrelli, *Nft. Crollo dei valori e class action in vista per le perdite di Yuga Labs*, in *Il Sole 24Ore*, 6 agosto 2022, p. 11.

stato al di fuori del campo di applicazione in materia di servizi finanziari, comprese le direttive UE antiriciclaggio (AMLD), MAR, MiFIR/MiFID 2, oltre che da MiCA; il che non è profilo di poco conto se si considera che proprio i NFT -specialmente se legati alle opere d'arte- sono considerati uno strumento di riciclaggio¹⁹¹. Rispetto a tale ultimo testo normativo si ritiene che sebbene vi siano ragioni per sostenere che un NFT potrebbe qualificarsi come criptoattività in generale, non necessariamente soddisfa i requisiti per essere ricompreso nelle definizioni di uno dei sotto-tipi coperti da MiCA, salvo che la funzione del singolo NFT non consenta di qualificarlo come un'entità sottoposta a MiCA o a MiFIR/MiFID 2¹⁹². Sennonché proprio in MiCAR CP l'art. 4, co. 2, lett. (c) esenta specificamente gli emittenti di criptovalute che siano «uniche e non fungibili» dagli obblighi inerenti al *white paper*: rispetto al testo di MiCAR CP si è ritenuto che l'ampiezza del riferimento non escludesse che MiCAR potesse coprire NFT, ma indicazioni esplicite in tal senso da parte del testo normativo non ve ne erano¹⁹³. MiCAR DA recepisce sia il *considerando* n. 8a di MiCAR EPM che il *considerando* n. 8b di MiCAR CM chiarendo che MiCAR non si applica ai crypto-asset che sono «unique and not fungible» (*considerando* n. 6b; art. 2, co. 2a) ma che «the fractional parts of a unique and non-fungible crypto-asset should not be considered unique and non-fungible» (*considerando* n. 6c): per tale ultima ipotesi potrebbe aversi quindi l'applicazione di MiCAR¹⁹⁴.

Qualsiasi analisi del trattamento da riservare a un NFT andrà svolta caso per caso. Pertanto, dato il potenziale dei NFT e l'attuale stato frammentario della loro regolamentazione, secondo la dottrina la Commissione europea dovrebbe proporre norme e poteri di vigilanza a livello UE¹⁹⁵. La dottrina ritiene che idealmente, ciò potrebbe assumere la forma di un regolamento UE integrato dalle corrispondenti norme tecniche di regolamentazione emanate in relazione al regolamento NFT dell'UE e dai poteri di vigilanza conferiti all'ESMA: tale nuovo quadro normativo UE NFT dovrebbe essere diretto anche a raccordarsi con le norme UE per i mercati finanziari e con quelle in fase di elaborazione, compreso MiCAR¹⁹⁶. Quanto alla vigilanza si auspica che tale ipotetico Regolamento segua il modello introdotto da MiCA per i «fornitori di servizi per le cripto-attività» nonché per gli obblighi di comportamento che si applicano alle criptoattività che ricadono nell'ambito di MiCAR e del quadro MiFIR/MiFID 2 a seconda dei casi¹⁹⁷.

¹⁹¹ U.S. Department of the Treasury, *Study*, cit.

¹⁹² Huertas e Hikl, *op. cit.*, 142.

¹⁹³ Ivi.

¹⁹⁴ Ivi, cui si rinvia per ulteriori considerazioni.

¹⁹⁵ *Ibidem*, p. 133.

¹⁹⁶ Ivi.

¹⁹⁷ Ivi.

ART e EMT hanno in comune la pretesa di mantenere un valore stabile facendo riferimento a «only one official currency» (EMT) o facendo riferimento a «any other value or right, or combination thereof, including one or several official currencies» (ART): *considerando* n. 9 MiCAR DA. ART e EMT, sono – per il loro valore stabile – suscettibili di utilizzazione come mezzo di scambio/pagamento dai suoi titolari. Sebbene ART e EMT siano qualificabili come *stablecoins* le relative definizioni¹⁹⁸ sono ristrette e non coprono tutte le *stablecoins* in circolazione sul mercato ed in particolare quelle *algoritmiche*, ossia quelle che mirano a mantenere un valore stabile solo attraverso un protocollo e senza il riferimento a uno o più altri beni. Al riguardo il *considerando* n. 26 di MiCAR DA chiarisce che le cripto-attività algoritmiche non mirano a stabilizzare il loro valore facendo riferimento a uno o più beni e che dovrebbero in ogni caso essere conformi al Titolo II di MiCAR relativo alle cripto-attività diverse da ART e EMT. Anche a seguito di questa precisazione resta il fatto che, se un ART o un EMT sono soggetti alla qualificazione in termini di significatività con l'applicazione di requisiti prudenziali più elevati per i suoi emittenti e con passaggio della vigilanza all'ABE al fine di evitare arbitraggi di vigilanza, MiCAR DA continua a non prevedere una modalità di vigilanza simile per gli *stablecoin* algoritmici «significativi» (e a maggior ragione «globali») nonostante i grandi rischi sistemici.

Un ultimo ambito che esula da MiCAR DA è quello degli *scambi di cripto-attività in maniera totalmente decentralizzata*¹⁹⁹ il che potrebbe dar luogo ad una sorta di *shadow banking*, ad un sistema ombra (nella versione di MiCAR EPM la vigilanza riguarda anche la *Decentralized Autonomous Organization-DAO* come definita all'art. 3, co. 1a, MiCAR EPM: *considerando* n. 13a; artt. 4, lett. a) e co. 3b MiCAR EPM)²⁰⁰.

Filippo Murino
Dipartimento di Scienze aziendali, Management e Innovation Systems – DISAMIS
Università degli Studi di Salerno
Via Giovanni Paolo II, 132
84084 Fisciano (SA)
fmurino@unisa.it
Orcid: 0000-0001-7374-2345

¹⁹⁸ Rispettivamente art. 3, co. 1, n. 3 e n. 4 MiCAR DA.

¹⁹⁹ *Considerando* n. 12a MiCAR DA.

²⁰⁰ Sull'operatività di MiCAR per le applicazioni finanziarie decentralizzate, v. M.E. Machacek, *Die Anwendung der neuen MiCA-Verordnung auf Dezentrale Finanzanwendungen*, in *EuZW*, 2021, pp. 923 ss.