Gli strumenti finanziari DLT e il regime pilota di sperimentazione

Il Regolamento Pilot, *parte del* Digital Finance Package*, dà il via alla sperimentazione di progetti per l'inserimento di DLT e Blockchain nei mercati degli strumenti finanziari, con particolare attenzione ai sistemi di negoziazione dei* security tokens, *garantendo che tali soluzioni siano conformi alla normativa UE in materia di servizi finanziari*.

Nell' articolo https://www.linkedin.com/pulse/la-finanza-decentralizzata-e-tokenizzazione-giovanni-bonomo/ del mese di marzo dello scorso anno segnalavo che la Commissione europea, a due anni dalla pubblicazione del *Digital Finance Package*, proseguiva nel percorso di sviluppo della finanza digitale. Il pacchetto di proposte comunitarie poneva cioè le basi per una maggiore fiducia degli investitori nella *digital finance*, che comprende sia la criptofinanza che la *Decentralized Finance* o finanza decentralizzata.

Nel frattempo abbiamo assistito a varie iniziative volte ad anticipare la futura regolamentazione e a istruire la cittadinanza su questo mondo ancora inesplorato che nasce con il *Bitcoin* e la *Blockchain*. *Di particolare interesse si è rivelata the Blockchain Management School*, la prima Scuola di Alta Specializzazione in Italia dedicata esclusivamente alla Blockchain e sostenuta dal MISE, che ha appena concluso quest'anno la 12a edizione.

Ma già nel mese di settembre 2020 segnalavo in https://www.alassistenzalegale.it/il-futuro-della-finanza-e-digitale-ecco-le-prime-regole-sulle-criptovalute/ che il futuro (anche) della finanza è digitale, dopo che il vicepresidente

della Commissione UE, responsabile per l'Euro e per la stabilità finanziaria, Valdis Dombrovskis, in un'intervista sulla CNBC ha annunciato la svolta, essendo imminente la normativa del "Regolamento sui mercati delle criptovalute", MiCA *Markets in Cryptpo Assets*.

Le nuove norme sulle criptovalute consentiranno agli operatori autorizzati in un dato Stato membro dell'Unione di fornire servizi in tutta la UE, purché siano rispettate misure di salvaguardia per gli investitori, di integrità del mercato e di stabilità finanziaria.

La proposta regolamentazione doveva superare il vaglio del Parlamento del Consiglio europei in un percorso facile che prelude ad una finanza digitale *Fintech* per banche e società *hi-tech* che ora dovranno, e potranno, competere con le stesse regole dando il via alle sperimentazioni *blockchain* di tipo finanziario.

Quest'anno 2023 due importanti interventi legislativi hanno definito il quadro normativo in materia di cripto-attività, ovvero il **Decreto Fintech** decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25 "recante disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech" pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 15 maggio 2023, e, a livello comunitario, il **Regolamento MICAR**, "Regolamento del parlamento europeo e del consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937" adottato in via definitiva dal Consiglio UE in data 16 maggio 2023.

L'ambito di intervento della Commissione europea avente ad oggetto le "cripto-attività" è risultato di due diversi ma connessi interventi normativi: a) una prima compiuta proposta di regolamentazione a livello europeo delle "cripto-attività" con la *Proposal for a regulation of the european parliament*

and of the council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937 (COM(2020) 593 final-2020/0265(COD),(“**MICAR**”), accompagnata da un *Commission Staff Working Document Impact Assessment* (*SWD/2020/380 final*) e b) una collegata *Proposal for a Regulation of the European Parlament and of the Council on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology –* (*COM/2020/594 final*), (“***Pilot Regime***”), accompagnata a sua volta da un *Commission Staff Working Document Impact Assessment* (*SWD/2020/201 final*.

L’iniziativa del **MICAR** muoveva dalle risultanze emerse dall’elaborato dall’ESMA ad inizio anno 2019 che si era focalizzato sulle problematiche di possibile applicazione della disciplina dei servizi di investimento per quei *token* che fossero qualificabili come “strumenti finanziari”/“prodotti di investimento” e definiti anche come come “security-like/investment-type token/asset token”. L’ambito di intervento del MICAR è dunque circoscritto alle sole **cripto-attività diverse da strumenti finanziari**, ad esclusione quindi di tutte le cripto-attività che fossero descrivibili/qualificabili/assimilabili a “strumenti finanziari” ai sensi MIFID e quindi, qualificabili come ***security tokens***. In pratica l’ambito di intervento è limitato a quelli che in gergo tecnico vengono chiamati ***utility tokens*** (come definiti nell’art. 3, 1. punto 9) e ai c.d. ***monetary tokens***, che comprendono i “token collegati ad attività” (“*asset-referenced tokens*”) e i “token di moneta elettronica” (“*e-money tokens*”) come definiti all’art. 3, 1., ai punti 6) e 7)._

Di contro l’ambito del ***Pilot Regime*** è proprio quello delle cripto-attività che risultino descrivibili/qualificabili/assimilabili a “**strumenti finanziari**” ai sensi MIFID e, quindi, qualificabili come ***security tokens*** e definite “Strumenti finanziari DLT”; preso atto dei nuovi strumenti finanziari “emessi mediante

tecnologia a registro distribuito” non si procede per ora ad una attività di “adeguamento” disciplinare di tutta quella complessa e articolata normativa – che va dalla disciplina dei servizi di investimento MIFID a quella del *market abuse* e dello *short selling* – al nuovo fenomeno tecnologico; vale a dire che la scelta regolatoria è di prevedere un “regime pilota” (o “*sandbox*”) di sperimentazione temporalmente limitato, al fine di poter procedere in un secondo momento a quell’opera di adeguamento sulla base delle esperienze che saranno maturate.

Il ***Pilot Regime*** è stato adottato con Regolamento (UE) 2022/858 del 30 maggio 2022 “relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i Regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE” (“**Regolamento Pilot**”) ed entrato in vigore il 22 giugno 2022, ricevendo applicazione a partire dal 23 marzo 2023.

Il **Decreto Fintech**, intervenuto successivamente come legislazione interna ha previsto al Capo V una delle “disposizioni relative all’applicazione del regolamento (UE) 2022/858” pur adottando un più ampio raggio di azione finalizzato a creare un completo e organico quadro normativo domestico anche di diritto civile e societario con riferimento all’emissione degli “strumenti finanziari digitali”.

Quindi, giova ripetere, l’ambito di intervento del *Pilot Regime* risulta quello delle “cripto-attività” qualificabili come “strumenti finanziari” e, quindi, sottratte come tali all’ambito di applicazione del Regolamento MICA; trattasi in pratica di quella tipologia di cripto-attività riconducibili alla categoria dei ***security tokens***.

Abbiamo quindi, grazie al Regolamento Pilot, un primo quadro regolatorio applicabile alle infrastrutture di mercato che utilizzino la tecnologia DLT e che abbiano ad oggetto “**strumenti finanziari DLT”**, vale a dire “strumenti finanziari”

rientranti nel significato di cui all'art. 4, par. 1, punto 15 della Direttiva 2014/65/EU e che risultino "emessi, registrati, trasferiti e stoccati mediante la tecnologia a registro distribuito".

In conclusione, per quanto sopra detto, si può constatare come la disciplina di diritto finanziario dei ***secuity tokens*** , anche a seguito del Decreto Fintech che pur ha saggiamente disciplinato i profili civilistici e societari della fase di loro emissione e circolazione, resti ad oggi più lacunosa rispetto alla disciplina prevista dal MICAR applicabile alle diverse cripto-attività qui disciplinate; per colmare tali lacune non sembra sufficiente la semplice equiparazione oggi tra "strumenti finanziari" e "strumenti finanziari DLT" giusta l'art 18 del Regolamento Pilot e l'art. 31 del Decreto Fintech che dovrebbe rendere applicabile ad essi la disciplina MIFID/TUF.

Dobbiamo sempre considerare che l'attività di tokenizzazione si basa su una logica decentralizzata e disintermediata diametralmente opposta a quella su cui si sono finora basate le infrastrutture di mercato. La disciplina dei servizi finanziari non è stata cioè concepita tenendo conto della tecnologia a registro distribuito e delle cripto-attività. Il **Regolamento Pilot** si pone pertanto l'obbiettivo di fornire agli operatori dei mercati finanziari un ambiente sicuro e protetto al fine di **testare e sperimentare** soluzioni basate su tecnologia DLT, garantendo al contempo che tali soluzioni siano conformi alla normativa UE in materia di servizi finanziari.

Milano, 30. 7.2023
Avv. Giovanni Bonomo – A.L. *Chief Innovation Officer* – Diritto 24


BLOCK
CHAIN