



Roma, 4 agosto 2025

**Spett.le Banca d'Italia**

Servizio Regolamentazione e Analisi Macroprudenziale  
Divisione Regolamentazione II  
Via Delle Quattro Fontane, 121/123  
00184 - ROMA

A mezzo posta elettronica certificata: [ram@pec.bancaditalia.it](mailto:ram@pec.bancaditalia.it)

**Oggetto: Riscontro Operativo alla Consultazione sulla Disciplina Segnaletica Attuativa MiCAR**

\*\*\*

Lo scrivente **GIM Legal STA S.r.l.** (di seguito, lo "**Studio**"), nell'accogliere con favore la possibilità di partecipare alla consultazione pubblica in oggetto, fornisce di seguito alcune osservazioni e commenti in merito al documento oggetto di consultazione (di seguito, il "**Documento**") concernente l'esercizio della discrezionalità in materia segnaletica relativa all'applicazione agli emittenti di asset-referenced token ("di seguito, **ART**") ed e-money token ("di seguito, **EMT**") con valore di emissione inferiore ad euro 100 milioni.

Ringraziando per l'opportunità concessa, si autorizza sin da ora la pubblicazione e la divulgazione del presente contributo.

**a. Premesse introduttive**

Introdotta a seguito del Regolamento (UE) 1114/2023 (di seguito, "**MiCAR**") e integrato dalle disposizioni attuative del Regolamento di esecuzione (UE) 2024/2902 (di seguito, "**ITS EBA reporting**"), il nuovo quadro normativo dedicato alle disposizioni segnaletiche per le cripto-attività rappresenta un fondamentale strumento di armonizzazione delle comunicazioni informative nel mercato finanziario. Tali misure, rivolte non solo agli emittenti ma anche alle Autorità di vigilanza, mirano ad elevare gli standard di trasparenza e a rafforzare la sicurezza operativa in un settore in rapida evoluzione. In questo contesto, l'art. 22 del MiCAR si configura come uno strumento di particolare rilevanza, poiché attribuisce alle Autorità nazionali, ed in particolare alla Banca d'Italia, il potere discrezionale di estendere gli obblighi segnaletici anche agli emittenti di token con valore di emissione inferiore alla soglia standard di euro 100 milioni.

La possibilità di applicare controlli informativi su emissioni di token con valore nominale inferiore a quanto previsto dal Regolamento consente di andare oltre il mero adempimento

formale degli obblighi informativi, offrendo in questo modo l'opportunità di vigilare in maniera maggiormente integrata le diverse configurazioni operative degli emittenti. Tale approccio, seppur fondato sul principio di proporzionalità, è concepito per individuare in modo tempestivo eventuali criticità che potrebbero sfuggire ai meccanismi di controllo tradizionali. In altre parole, l'esercizio di tale discrezionalità si propone di integrare e perfezionare il sistema di vigilanza, assicurando così che ogni emissione, indipendentemente dal valore nominale, sia sottoposta a una verifica idonea a garantire l'integrità del mercato e la tutela degli investitori.

In linea con quanto sopra e con il documento oggetto di consultazione tali obblighi informativi devono avere quale scopo quello di permettere alle Autorità di vigilanza di valutare se gli ART o EMT siano utilizzati ampiamente come mezzi di scambio e intercettare così eventuali fenomeni di c.d. "*currency substitution*".

Ci preme sottolineare come questi nuovi obblighi non si devono trasformare in barriere all'entrata o aggravii regolamentari per i partecipanti ad un settore da considerare sempre più strategico per l'Italia e l'Unione Europea anche in vista della sempre più necessaria creazione della *Capital Market Union*.

## **b. Osservazioni in merito all'art. 22 del MiCAR**

Lo scrivente Studio, pur consapevole che la presente sede non sia finalizzata ad una trattazione esaustiva dell'intero complesso normativo concernente la disciplina delle cripto-attività, intende sottoporre a codesta autorevole Autorità talune osservazioni in merito all'art. 22 del MiCAR.

In base a tale articolo, gli emittenti di ART ed EMT dovranno, in caso di superamento della soglia prevista, trasmettere con cadenza trimestrale all'Autorità di vigilanza le informazioni seguenti: a) il numero di possessori; b) il valore del token collegato ad attività emesso e l'entità della riserva di attività; c) il numero medio e il valore aggregato medio delle operazioni giornaliere nel trimestre pertinente; d) una stima del numero medio e del valore aggregato medio delle operazioni giornaliere che sono associate ai suoi usi come mezzo di scambio in un'area monetaria unica.

L'articolo in questione però è arricchito da un elemento di flessibilità: il comma 2 conferisce alle Autorità di vigilanza nazionali, in conformità con quanto previsto dal Regolamento Banca d'Italia del 9 luglio 2019, il potere discrezionale di estendere tali controlli di vigilanza anche agli emittenti di token sottosoglia.

Nel contesto del nuovo framework regolamentare, l'art. 22 del MiCAR emerge come uno strumento particolarmente dinamico, in quanto consente alle Autorità nazionali di esercitare una discrezionalità mirata al rafforzamento degli obblighi segnaletici per emittenti di token, anche quando il loro valore di emissione è inferiore alla soglia prevista. Tale potere si configura non tanto come un mero strumento formale, ma come un'iniziativa finalizzata a colmare potenziali lacune informative che potrebbero non emergere applicando esclusivamente il criterio quantitativo di riferimento evitando così, i già sopra richiamati, fenomeni "*currency substitution*".

Le osservazioni qui proposte evidenziano alcuni aspetti critici e potenziali scenari di applicazione:

- **Rischi di Mercato e Specificità Operative:** Anche in presenza di un valore nominale ridotto, determinati emittenti possono presentare strutture operative e dinamiche di

mercato che elevano il rischio di manipolazione, volatilità anomala o concentrazione informativa. In tali casi, la flessibilità consentita dall'art. 22 permette di considerare non il solo volume dell'emissione, ma anche la complessità e la natura delle attività sottostanti, favorendo un intervento tempestivo da parte delle Autorità di vigilanza.

- **Chiarezza e Predicibilità Regolamentare:** L'esercizio della discrezionalità richiede, tuttavia, l'adozione di criteri chiari e uniformi nel tempo, in modo da evitare interpretazioni soggettive che potrebbero generare incertezza nel mercato. È essenziale che le modalità di applicazione siano ben definite e comunicate, affinché gli emittenti possano strutturare le proprie attività con la certezza di operare in un contesto regolamentare trasparente. Inoltre, si ritiene essenziale nel contesto di attuazione del MiCAR, di evitare che l'esercizio di una discrezionalità da parte delle varie Autorità di vigilanza si trasformi in fenomeni di *regulatory arbitrage*. In particolare, l'estensione degli obblighi informativi agli emittenti di ART e EMT sotto la soglia dei 100 milioni di euro, se attuata in modo rigido e senza sufficiente proporzionalità, rischia di incentivare il trasferimento dell'attività verso giurisdizioni UE percepite come più favorevoli. L'adozione di un approccio troppo oneroso rispetto a quello di altri Paesi può favorire il "*forum shopping regolamentare*", con impatti negativi sia in termini di attrattività sia di efficacia della vigilanza.
- **Bilanciamento tra Vigilanza e Innovazione:** Un ulteriore punto di riflessione riguarda il delicato equilibrio tra la necessità di garantire una vigilanza robusta e la possibilità di non frenare l'innovazione in un settore in perenne evoluzione. L'adozione di misure integrative per emittenti di minore portata deve essere soppesata in funzione di un approccio proporzionale, in modo da non gravare eccessivamente su realtà emergenti e innovative, ma al contempo tutelare efficacemente l'integrità del mercato e la protezione degli investitori.

## c. Osservazioni operative sugli approcci attuativi di vigilanza

### 1. Regime applicabile

L'evoluzione del quadro normativo in materia di cripto-attività, determinata dal MiCAR integrato dal Regolamento di esecuzione 2024/2902/UE ("ITS EBA reporting"), unitamente agli ulteriori obblighi informativi previsti dagli Orientamenti dell'EBA (EBA /GL/2024/16 – "GL EBA reporting") ha portato all'istituzione di un sistema informativo articolato e stratificato, il cui obiettivo è garantire una supervisione efficace e proattiva da parte delle Autorità di vigilanza. In questo contesto, le disposizioni si configurano su due livelli principali: da un lato, gli ITS EBA reporting che stabiliscono i parametri minimi e la cadenza per la trasmissione dei dati operativi obbligatori, e dall'altro, le Linee Guida che, integrando il quadro normativo, introducono ulteriori obblighi informativi relativi a indicatori prudenziali, alla composizione delle riserve e alla valutazione qualitativa dei profili di rischio. Tale assetto si pone, dunque, come fondamento per l'efficace parametrizzazione della vigilanza preventiva, consentendo di calibrare l'intervento regolamentare in funzione della specifica natura e rilevanza dell'emissione.

Il Documento individua tre diverse configurazioni operative – indicate come modelli H1, H2 e H3 – ciascuna delle quali rappresenta un diverso grado di completezza informativa e di oneri

gestionali per gli emittenti. Questi modelli delineano, in maniera progressiva, le possibili soluzioni operative che possono essere adottate per conciliare le esigenze di un monitoraggio approfondito con la sostenibilità degli oneri di compliance, ponendosi l'obiettivo di garantire un equilibrio ottimale fra la qualità dei dati trasmessi e il carico gestionale richiesto agli operatori del mercato.

Quanto alle configurazioni operative elencate all'interno del Documento, lo scrivente Studio rassegna a seguire le proprie considerazioni tenendo conto del rapporto costi-benefici.

- La configurazione **H1** rappresenta, dal punto di vista della supervisione, l'approccio più vantaggioso grazie al pieno accesso a un flusso informativo periodico estremamente completo. Tale sistema consente alla Banca d'Italia di ricevere dati articolati e tempestivi, garantendo così strumenti preziosi per un monitoraggio approfondito delle attività degli emittenti e una gestione proattiva dei rischi. Tuttavia, lo scrivente, pur riconoscendo l'elevato valore informativo derivante dall'adozione del modello H1, evidenzia come l'implementazione del nuovo impianto informativo-contabile comporti oneri rilevanti per gli emittenti. In particolare, gli investimenti iniziali – oneri una tantum – richiedono un'ampia allocazione di risorse finanziarie e un'intensa riorganizzazione interna. L'approccio proposto, pur determinando una maggiore affidabilità dei dati essenziali per il monitoraggio, necessita di un bilanciamento attento: l'investimento in infrastrutture e processi deve essere giustificato da un incremento reale nell'efficacia del sistema di reporting. Solo così si potrà assicurare che il potenziamento della vigilanza non diventi, a lungo termine, un onere economico che rischia di compromettere la fluidità operativa degli emittenti.

In conclusione, lo Studio condivide pienamente l'orientamento della Banca d'Italia. L'investimento richiesto potrebbe, infatti, penalizzare la competitività e la gestione operativa degli emittenti. Per questo motivo, si auspica un sistema alternativo che, pur mantenendo elevati standard informativi, consenta una gestione contenuta dei costi. Solo così si potrà assicurare una vigilanza efficace e, al contempo, sostenibile nel lungo termine.

- In merito alla configurazione **H2**, essa si distingue dal modello H1 limitandosi ad estendere agli emittenti di ART ed EMT esclusivamente quei modelli informativi ritenuti essenziali ai fini della vigilanza, con un particolare focus sulla segnalazione relativa alla riserva di asset. Pur comportando una riduzione della completezza informativa rispetto alla configurazione H1, l'approccio H2 garantisce comunque un flusso di informazioni soddisfacente e mirato, consentendo all'organo di vigilanza di concentrarsi sui principali indicatori di rischio e di effettuare valutazioni periodiche efficaci sulle emissioni di dimensioni più contenute. Lo Studio, in linea con l'orientamento espresso dalla Banca d'Italia, ritiene che la configurazione H2 rappresenti l'opzione più equilibrata in termini di rapporto costi-benefici. Sebbene il modello H1 offra un flusso informativo particolarmente esaustivo, in grado di soddisfare in maniera approfondita tutte le esigenze di supervisione, esso richiede una rilevante riallocazione di risorse e una complessa ristrutturazione dei processi interni, incidendo così in modo significativo sui costi per gli emittenti. Al contrario, il modello H2, concentrandosi sui dati essenziali,

permette di ottenere una copertura informativa adeguata, riducendo contestualmente gli oneri economici e semplificando l'assetto operativo.

Pertanto, valutando complessivamente il livello informativo raggiunto e l'efficienza dei processi interni, lo Studio conclude che la configurazione H2 offre il miglior compromesso. Essa consente di assicurare uno standard elevato di vigilanza, garantendo al contempo una gestione più sostenibile dal punto di vista dei costi per gli emittenti, elemento fondamentale per preservare la competitività e la stabilità del sistema finanziario nel lungo termine.

Tuttavia, ci preme sottolineare che restando concordi che la configurazione H2 rappresenti il miglior compromesso, è ravvisabile una certa disomogeneità infra-soglia. La soglia dei 100 milioni di euro è ampia e include soggetti con profili dimensionali, organizzativi e tecnologici profondamente diversi. Un operatore con emissioni da 2 milioni e uno con 99 milioni di euro affrontano complessità e rischi operativi molto differenti. Applicare lo stesso obbligo informativo a entrambi rischia di introdurre un trattamento uniforme a fronte di situazioni disomogenee, in contrasto con il principio di proporzionalità richiamato dallo stesso documento.

Inoltre, ci preme sottolineare la necessaria applicazione del principio di proporzionalità nell'implementazione dei template ITS/GL che, sebbene ristretta a pochi moduli, comporta comunque oneri di adeguamento IT, formazione del personale, revisione dei processi interni e possibili audit esterni.

Infine, a parere di chi scrive sarebbe auspicabile la previsione di soglie dinamiche, periodi di osservazione o esenzioni temporanee per emittenti di nuova costituzione o soggetti con limitata operatività. Neppure è previsto un meccanismo "opt-in/opt-out" graduato che consenta agli operatori di dimostrare la propria irrilevanza sistemica ai fini dell'esenzione da parte dell'autorità.

Per quanto sopra esposto si auspica una modulazione graduata degli obblighi informativi in base alla dimensione dell'emissione. Tale approccio si ispira ai principi europei di regolazione proporzionata e *risk-based approach* ed è coerente con la logica prudenziale adottata in altri ambiti finanziari

- In merito alla configurazione **H3**, l'approccio si caratterizza per una significativa semplificazione dei requisiti informativi, concentrandosi in maniera esclusiva su un nucleo ristretto di dati, in particolare sulla segnalazione relativa ai fondi propri. Se da un lato tale semplificazione comporta un vantaggio in termini di contenimento dei costi, dall'altro essa limita fortemente la completezza del flusso informativo, impedendo al sistema di vigilanza di disporre di dati sufficientemente articolati per una valutazione approfondita del profilo di rischio degli emittenti. I pochi benefici offerti da questo modello, seppur in grado di alleggerire l'impatto economico e la complessità gestionale per gli emittenti, risultano essere ampiamente compensati dagli numerosi aspetti negativi. In particolare, la riduzione del reporting comporta una perdita di granularità nelle informazioni, rischiando di omettere segnali precoci di stress e di compromettere la tempestività delle analisi di monitoraggio. Tale limitazione, infatti,

potrebbe condurre a una valutazione meno efficace dei rischi, con potenziali ripercussioni sulla capacità di intervento preventivo da parte della vigilanza.

Alla luce di queste considerazioni, lo Studio ritiene che la configurazione H3 presenti criticità rilevanti che ne pregiudicano l'efficacia complessiva, nonostante i benefici in termini di risparmio sui costi per gli emittenti.

In confronto, il modello H2, pur mantenendo elevati standard informativi, consente agli emittenti di contenere gli oneri economici e di gestire in maniera più sostenibile l'assetto operativo. Tale configurazione, infatti, rappresenta il miglior compromesso nel rapporto costi-benefici, in quanto offre un flusso informativo sufficientemente esaustivo per permettere una vigilanza efficace, senza richiedere la rilevante riallocazione di risorse e la complessa riorganizzazione interna richieste dal modello H1. Pertanto, lo Studio conclude che, sebbene l'approccio H3 presenti un vantaggio immediato in termini di contenimento dei costi, esso non riesce a garantire la stessa qualità e completezza informativa fondamentale per un monitoraggio prudenziale accurato. La configurazione H2 emerge così come l'opzione preferenziale, in grado di garantire un equilibrio ottimale tra sostenibilità economica ed efficacia della vigilanza nel lungo termine.

\*\*\*

Si resta a disposizione per fornire ogni chiarimento necessario in merito alle osservazioni formulate.

Con osservanza  
GIM Legal STA S.r.l.