

Senato della Repubblica
6^a Commissione permanente (Finanze e tesoro)

Atto del Governo n. 172
Adeguamento della normativa nazionale
alle disposizioni del Regolamento (UE) 2023/1114,
relativo ai mercati delle crypto-attività

Testimonianza di Massimo Doria
Vice Capo Dipartimento Circolazione monetaria
e pagamenti al dettaglio della Banca d'Italia

Roma, 1 agosto 2024

Signor Presidente, Onorevoli Senatrici e Senatori,

ringrazio questa Commissione per l'invito ad illustrare il punto di vista della Banca d'Italia sullo schema di decreto legislativo recante disposizioni per l'adeguamento del quadro normativo nazionale al Regolamento (UE) 2023/1114 relativo ai mercati delle cripto-attività (*Market in Crypto Asset Regulation*, "MiCAR").

MiCAR introduce una regolamentazione armonizzata a livello europeo per l'emissione, l'offerta al pubblico o l'ammissione alle negoziazioni di cripto-attività, diverse da quelle classificabili come versioni digitali di prodotti o strumenti finanziari già regolati, e per la prestazione di servizi a queste collegati da parte di soggetti a ciò specificamente abilitati.

In questo modo l'Unione Europea intende porre le condizioni per un funzionamento ordinato dei mercati delle cripto-attività, presidiando i rischi che uno sviluppo incontrollato di tali prodotti può generare per il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti e finanziario oltre che per coloro che li detengono e utilizzano.

Proprio in ragione di questi rischi, il fenomeno è da tempo all'attenzione delle banche centrali. La Banca d'Italia è intervenuta più volte sul tema, di recente anche in occasione dell'intervento tenuto dal Governatore Fabio Panetta all'Assemblea dell'Associazione Bancaria Italiana dello scorso 9 luglio, al quale la presente relazione si richiama.

Illustrerò prima alcuni dati volti a fornire un quadro d'insieme sulla natura e la dimensione dei mercati delle cripto-attività sia a livello internazionale sia nel nostro Paese. Richiamerò quindi i contenuti di MiCAR e dello schema di decreto legislativo finalizzato alla sua attuazione. Nella parte conclusiva, mi soffermerò su alcuni profili che, ad opinione della Banca d'Italia, sono meritevoli di attenzione in questa fase di avvio della concreta applicazione del Regolamento.

I mercati delle cripto-attività

Negli ultimi anni si è osservata una crescente diffusione a livello globale delle cripto-attività. Queste ultime, richiamando la definizione che ne offre MiCAR, sono “una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito¹ o una tecnologia analoga”.

La categoria delle cripto-attività comprende strumenti di diversa natura; la principale distinzione attiene alla possibilità che il loro valore sia determinato con riferimento a specifiche attività (ad esempio valute, *commodities* o titoli) o derivi invece da altri parametri, connessi essenzialmente con la loro quantità e la relativa domanda e offerta. Nel primo caso, nel quale rientrano prodotti come Tether e USD Coin, si parla comunemente di *stablecoins*, in quanto le cripto-attività intendono mantenere un valore stabile rispetto alle attività di riferimento; le altre cripto-attività, ad esempio Bitcoin ed Ethereum, possono essere invece definite “non garantite”, in quanto non vi sono attività alle quali è ancorato il rispettivo valore.

Secondo stime elaborate dai principali siti specializzati, alla fine dello scorso giugno il complesso delle cripto-attività aveva raggiunto a livello globale una capitalizzazione di mercato ricompresa tra 2,2 e 2,5 trilioni di dollari; la quota attribuibile alle cripto-attività non garantite era pari a circa il 93 per cento del totale, contro appena il 7 per cento imputabile alle *stablecoins* (Figura 1).

La detenzione di cripto-attività non garantite è guidata soprattutto da finalità speculative e incorpora rischi molto elevati. Le quotazioni di tali prodotti, diffusi anche tra la clientela *retail*, possono registrare infatti ampie e repentine oscillazioni di valore; a fasi di prolungati aumenti seguono improvvisi cali dovuti solo in parte al quadro macroeconomico². Emblematici sono gli episodi verificatisi nel corso del 2022 (cd. *crypto-winter*) quando si è verificato il crollo repentino del valore di mercato dell'intero comparto a causa del collasso dell'ecosistema denominato “Terra-Luna” nonché il fallimento della piattaforma di scambio di cripto-attività FTX (Figura 2).

¹ Un registro distribuito è un archivio di informazioni in cui sono registrate operazioni, condiviso da una serie di nodi di rete e sincronizzato tra di essi mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso.

² Talvolta l'andamento delle quotazioni risente di fattori specifici e non sempre prevedibili con precisione, ad esempio il dimezzamento delle commissioni pagate ai “minatori” per l'attività di validazione delle transazioni sul registro distribuito (*blockchain*).

Pertanto, anche se utilizzate talvolta per finalità transattive, le cripto-attività non garantite non possiedono le caratteristiche per svolgere le tre funzioni proprie della moneta: mezzo di pagamento, riserva di valore e unità di conto.

Studi recenti hanno inoltre mostrato che le cripto-attività si comportano come altre attività finanziarie rischiose e non possono essere quindi paragonate a “beni rifugio”, come l’oro, in grado di coprire gli investitori dal rischio d’inflazione o da turbolenze sui mercati finanziari³.

Inoltre, le piattaforme ove avvengono le transazioni sono spesso non regolate, opache, prive di un controllo effettivo e presentano quindi un profilo di rischio elevato che, come già avvenuto in passato, può materializzarsi improvvisamente determinando il crollo o l’azzeramento del valore delle cripto-attività e creando in questo modo allarme o panico, minacciando la fiducia nel sistema dei pagamenti e finanziario.

Infine, questi prodotti sono spesso utilizzati per finalità illecite, data la loro facilità nel dissimulare la provenienza di fondi e limitarne la tracciabilità. Tutto ciò accade in ragione delle caratteristiche delle cripto-attività: il loro ‘pseudo-anonimato’ (o, in alcuni casi, anonimato), la loro portata intrinsecamente globale, la velocità delle transazioni, eseguibili anche senza l’intermediazione di soggetti vigilati. Le analisi dell’Europol confermano l’utilizzo crescente delle cripto-attività per operazioni di riciclaggio, finanziamento del terrorismo, evasione fiscale, reati finanziari, elusione delle sanzioni finanziarie internazionali⁴. Anche il Gruppo d’Azione Finanziaria Internazionale (GAFI)⁵ segnala un incremento nell’uso illecito delle cripto-attività, in particolare per incassare e/o riciclare i proventi di attacchi informatici. In Italia, l’Unità di Informazione Finanziaria per l’Italia (UIF) presta da tempo attenzione a questi fenomeni e ha pubblicato vari *warning*

³ Cfr. Che, Copestake, Furceri e Terracciano (2023), *The Crypto Cycle and US Monetary Policy*, *IMF Working Papers n. 163*, disponibile al link: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/08/04/The-Crypto-Cycle-and-US-Monetary-Policy-534834>. Ardizzi et al (2023), *Making it through the (crypto) winter: facts, figures and policy issues*, Banca d’Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, n. 38, disponibile al link: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/mercati-infrastrutture-e-sistemi-di-pagamento/approfondimenti/2023-038/N.38-MISP.pdf>.

⁴ Cfr. Europol (2022), “*Cryptocurrencies: Tracing the Evolution of Criminal Finances*”, *Europol Spotlight Report series, Publications Office of the European Union, Luxembourg*; Europol (2021), “*European Union serious and organised crime threat assessment, A corrupting influence: the infiltration and undermining of Europe’s economy and society by organised crime*”, Publications Office of the European Union, Luxembourg.

⁵ FATF Report, *Countering Ransomware Financing*, Marzo 2023.

in materia nonché indicatori di anomalia. Nell'ultimo Rapporto della UIF⁶ sono descritte diverse tipologie di operazioni in cripto-attività effettuate con l'utilizzo di fondi derivanti da attività illecite; ciò grazie al fatto che tali prodotti si prestano a rendere difficilmente intercettabili i trasferimenti tra clienti e piattaforme coinvolte, ad esempio nell'ambito di truffe nel *trading online* o riconducibili al c.d. schema Ponzi.

La detenzione di questi strumenti da parte di “persone comuni”, potenzialmente poco consapevoli degli alti rischi in cui incorrono, è ancora piuttosto contenuta ma non certo trascurabile. Alcuni indicatori – quali il *Global Crypto Adoption Index* sviluppato dalla società Chainalysis, che tiene conto dei casi d'uso relativi alle transazioni in cripto-attività (es: volume degli scambi da persona a persona, *peer-to-peer*) e delle diverse condizioni economiche dei paesi – suggeriscono che il ricorso a questi prodotti è aumentato durante gli anni della pandemia in diverse aree del globo, seppure con caratteristiche diverse da paese a paese.

Nell'area dell'euro, le informazioni desumibili dall'indagine sulle abitudini di pagamento effettuata dall'Eurosistema nel 2022 presso i consumatori mostravano che solo il 4 per cento degli intervistati deteneva cripto-attività e che meno di un terzo di questi ultimi le utilizzava anche come mezzo di pagamento⁷. Secondo la stessa indagine, in Italia la quota di possessori di cripto-attività era pari al 2 per cento, invariata rispetto alla precedente rilevazione del 2019 e la più bassa tra i Paesi dell'area, con il 15 per cento di essi che le utilizzava anche per gli acquisti al dettaglio⁸.

Sempre con riferimento al nostro Paese, altre indagini hanno provato a stimare la diffusione delle cripto-attività tra le famiglie italiane⁹. Informazioni

⁶ Rapporto Annuale 2023: <https://uif.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-annuale/2024/Rapporto-UIF-anno-2023.pdf>.

⁷ Cfr. BCE, *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)*, dicembre 2022.

⁸ Cfr. Banca d'Italia (2023), Rapporto sulle abitudini di pagamento dei consumatori in Italia: evidenze dall'indagine BCE del 2022, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, n.42, disponibile al link: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/mercati-infrastrutture-e-sistemi-di-pagamento/approfondimenti/2023-042/N.42-MISP.pdf>

⁹ Alcune domande specifiche inserite in un sondaggio sperimentale condotto dalla Banca d'Italia presso 1.700 famiglie tra giugno e luglio del 2022 mostravano che alla fine del 2021 il 2,2 per cento delle famiglie italiane deteneva cripto-attività. La quota di possessori era più elevata tra i nuclei abbienti, che hanno una maggiore capacità di assorbire eventuali perdite, tra i soggetti rispondenti con meno di 45 anni, in connessione con un maggiore utilizzo degli strumenti informatici, e tra liberi professionisti e altri lavoratori autonomi. Cfr. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-economico/2023-1/boleco-1-2023.pdf>.

più aggiornate sono state elaborate di recente dall'Organismo Agenti e Mediatori (OAM), sulla base dei flussi segnaletici inviati dai prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale e di servizi di portafoglio digitale (c.d. *Virtual Asset Service Providers*, VASP). Tali dati mostrano che nel primo trimestre del 2024 vi erano oltre 1,3 milioni di individui che detenevano cripto-attività presso VASP registrati in Italia, per un controvalore complessivo in euro di 2,7 miliardi (+85 per cento rispetto al quarto trimestre del 2023). La maggior parte dei clienti persone fisiche era compresa nelle fasce più giovani della popolazione: il 64 per cento aveva meno di 40 anni mentre solo il 5 per cento aveva più di 60 anni. Per quanto riguarda la distribuzione geografica dei clienti persone giuridiche, la maggior parte si trovava nel Nord Italia (49 per cento) e all'Estero (31 per cento), mentre il Centro e il Sud rappresentavano quote minori, rispettivamente l'11 per cento e l'8 per cento.

Il rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, pubblicato dalla Consob nei giorni scorsi, conferma un *trend* in crescita delle “cripto-valute”; il loro grado di diffusione risulta più che raddoppiato rispetto alla precedente indagine del 2022, dall'8 al 18 per cento del campione intervistato, che include solo soggetti che effettuano investimenti finanziari. Di questo 18 per cento, il 6 per cento appare riferibile alle *stablecoins*¹⁰.

Per quanto riguarda gli operatori, la Banca d'Italia e la Consob, in collaborazione con l'OAM, hanno condotto nel quarto trimestre 2023 un'indagine conoscitiva – rivolta alle banche e ad altri intermediari vigilati, ai VASP iscritti presso il registro tenuto dall'OAM e ad ulteriori operatori – con l'obiettivo di comprendere il potenziale livello di interesse a svolgere in Italia attività rientranti nell'ambito applicativo di MiCAR. All'indagine hanno risposto 34 soggetti su 117, di cui 24 hanno indicato di stare considerando di presentare istanza di autorizzazione alla prestazione di servizi per le cripto-attività in Italia. Solo pochi intermediari mostravano interesse concreto per la prestazione di servizi per le cripto-attività¹¹.

¹⁰ <https://www.consob.it/documents/11973/287812/rf2024.pdf/f6025c22-1683-e191-ea3f-5e1f8acb8e99>

¹¹ Queste evidenze vanno considerate tenendo conto del fatto che potrebbero registrarsi comunque diverse dinamiche di sviluppo dei mercati delle cripto-attività, sospinte ad esempio da emittenti internazionali o da prestatori di servizi per le cripto-attività operanti nel nostro Paese in regime di passaporto.

Il Regolamento (UE) 2023/1114 (MiCAR)

Il Regolamento MiCAR nasce dall'esigenza di favorire un corretto sviluppo dei mercati delle cripto-attività, mitigando il più possibile i rischi connessi con tali prodotti. Come riconosciuto dallo stesso legislatore europeo, esso naturalmente non può esaurire da solo l'esigenza di regole, principi e standard da condividere a livello globale, in linea con la natura dei mercati delle cripto-attività¹².

MiCAR individua le tipologie di strumenti rappresentati sotto forma digitale (*tokens*) soggetti alla sua disciplina. Le prime due sono costituite dai *tokens* di moneta elettronica (*electronic money tokens* – EMT), il cui valore è legato a quello di una sola valuta ufficiale, nonché dai *tokens* collegati ad una o più attività sottostanti, inclusa una combinazione di valute ufficiali (*asset-referenced tokens* – ART)¹³. La terza e ultima categoria riveste carattere residuale (c.d. *crypto other than*) e include sia le cripto-attività non garantite sia gli *utility tokens*¹⁴.

Il Regolamento sarà interamente applicabile dal 30 dicembre 2024; le norme sull'emissione, l'offerta al pubblico e l'ammissione alla negoziazione di EMT e ART si applicano dal 30 giugno 2024.

Il regime di notifica, autorizzazione e vigilanza delineato da MiCAR varia a seconda del tipo di cripto-attività (ART, EMT o *crypto other than*), oltre che in ragione della rilevanza che questa assume sul mercato e del soggetto emittente o offerente. Specifiche disposizioni disciplinano l'attività dei *crypto-asset service providers* (CASP), una nuova categoria di intermediari abilitati ad offrire servizi connessi con le cripto-attività.

Relativamente agli EMT, l'emissione è riservata a banche e istituti di moneta elettronica (IMEL) previa notifica all'autorità competente. MiCAR stabilisce che, in via generale, agli EMT si applicano le disposizioni in materia di moneta elettronica di cui alla direttiva 2009/110/CE (c.d. EMD2), salvo quanto diversamente previsto dal medesimo Regolamento. In particolare,

¹² Cfr. Considerando 8: “L’Unione dovrebbe... continuare a sostenere gli sforzi internazionali volti a promuovere la convergenza nel trattamento delle cripto-attività e dei servizi per le cripto-attività attraverso organizzazioni o organismi internazionali quali il Consiglio per la stabilità finanziaria, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e il gruppo di azione finanziaria internazionale”.

¹³ Queste due tipologie possono essere incluse nella categoria definita comunemente delle *stablecoins*, di cui si è già detto nel testo.

¹⁴ Gli *utility tokens* sono cripto-attività che hanno la funzione di fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal loro emittente.

tenuto conto che gli EMT sono equiparati alla moneta elettronica e il loro valore è ancorato a quello di una valuta avente corso legale, MiCAR prevede che il possessore abbia in qualsiasi momento il diritto al loro rimborso al valore nominale. Sono introdotti, inoltre, presidi specifici volti a tenere conto delle peculiarità dei *tokens*, nonché obblighi di trasparenza relativi alla forma e al contenuto del c.d. *white paper*¹⁵.

L'emissione di ART è riservata a due categorie di soggetti: *i*) gli emittenti specializzati, sulla base di uno specifico regime di autorizzazione e vigilanza in capo alle autorità competenti; *ii*) le banche, previa notifica.

Per gli emittenti specializzati di ART, il legislatore europeo ha definito un regime di autorizzazione e supervisione mutuato da quello di altre tipologie di intermediari vigilati (in particolare, imprese di investimento e istituti di pagamento)¹⁶. Con riferimento alle banche che intendano emettere ART, il Regolamento non altera l'attuale assetto di vigilanza prudenziale ma aggiunge alcuni obblighi specifici di condotta e informativa alla clientela nonché relativi alla riserva di attività a garanzia del diritto di rimborso dei detentori dei *tokens* (in particolare, MiCAR richiede che il *white paper* degli ART debba essere approvato dall'autorità nazionale competente). Inoltre, il Regolamento prevede il diritto dei detentori di ottenere dall'emittente il rimborso degli ART, in qualsiasi momento, al valore di mercato delle attività poste a garanzia.

Considerato il grande rilievo che la tecnologia utilizzata assume per l'emissione e la circolazione dei *tokens*, a tutti gli emittenti di ART è inoltre chiesta l'adozione di politiche e procedure per garantire la sicurezza, la continuità operativa e la resilienza cibernetica. Al riguardo, è importante aver presente che il regolamento UE 2022/2554 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario (DORA) si applica, oltre che agli intermediari finanziari tradizionali e ai fornitori di servizi ICT, anche ai CASP e agli emittenti di ART e EMT (art. 2).

¹⁵ Il *white paper* è un documento contenente informazioni di carattere generale sull'emittente, sull'offerente o sulla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione della cripto-attività, sul progetto da realizzare con i capitali raccolti, sull'offerta al pubblico di cripto-attività o sulla loro ammissione alla negoziazione, sui diritti e sugli obblighi connessi, sulla tecnologia sottostante e sui relativi rischi.

¹⁶ Sono pertanto previste specifiche regole – volte ad assicurare una gestione sana e prudente dell'intermediario – in materia di assetti proprietari, requisiti di *governance* e organizzativi, requisiti di *fit&proper* per azionisti ed esponenti aziendali, nonché norme specifiche in tema di composizione, gestione e investimento della riserva di attività sottostanti ai *tokens* al fine di assicurarne la segregazione e la liquidità.

Poiché l'utilizzo su larga scala di questi *tokens* può comportare rischi specifici per la stabilità finanziaria, i canali di trasmissione della politica monetaria e la sovranità monetaria, MiCAR attribuisce all'EBA la supervisione sugli emittenti di ART ed EMT significativi, individuati come tali sulla base di un processo che vede il coinvolgimento dell'autorità competente dello Stato membro d'origine e della BCE¹⁷.

Per quanto riguarda le cripto-attività non garantite e gli *utility tokens*, MiCAR regola l'offerta al pubblico, senza stabilire un regime di autorizzazione né specifiche forme di vigilanza, se non quelle previste con riferimento agli obblighi di notifica del *white paper*, di condotta, trasparenza e pubblicità¹⁸. Le tipologie più diffuse di cripto-attività, e per certi versi quelle a maggior contenuto di rischio, vengono pertanto solo parzialmente intercettate dal Regolamento, che per esse si limita a prescrivere principalmente obblighi di informativa preventiva.

MiCAR detta inoltre previsioni per la prestazione dei servizi per le cripto-attività, consistenti nei servizi di scambio, custodia, negoziazione, esecuzione, ricezione e trasmissione di ordini, trasferimento, collocamento, consulenza, gestione di portafogli. Tali servizi potranno essere offerti sia dai CASP specializzati, a condizione che abbiano ottenuto apposita autorizzazione, sia da intermediari già vigilati, previa notifica all'autorità competente per i servizi considerati analoghi a quelli tradizionalmente prestati.

Le norme di MiCAR per i CASP prevedono requisiti di governo e controllo, prudenziali e organizzativi simili a quelli stabiliti per gli intermediari tradizionali nonché l'applicazione di specifici obblighi di condotta nei confronti della clientela¹⁹.

L'impianto sinteticamente richiamato si accompagna all'esplicito riconoscimento del ruolo delle banche centrali nell'ambito del sistema

¹⁷ Ai sensi di MiCAR, l'EBA esercita i propri poteri di vigilanza in stretta cooperazione con le altre autorità competenti responsabili della vigilanza dell'emittente, comprese l'autorità di vigilanza prudenziale (inclusa la BCE a norma del meccanismo di vigilanza unico per le banche *significant*) e le pertinenti autorità competenti a norma della legislazione nazionale che recepisce la EMD2.

¹⁸ Le cripto-attività non garantite sono spesso prive di emittenti, basandosi su algoritmi di emissione.

¹⁹ Il Regolamento pone inoltre un'attenzione particolare ai presidi e agli assetti di controllo interno dei CASP ai fini antiriciclaggio o di contrasto al finanziamento del terrorismo. Sono infatti introdotti puntuali rinvii alla disciplina settoriale ed è prevista una specifica attenzione a tali presidi nell'ambito delle procedure di autorizzazione, anche consultando l'autorità AML e le *Financial Intelligence Units* (FIU).

dei pagamenti. Il Regolamento, in particolare, ribadisce che promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento è uno dei compiti fondamentali da assolvere tramite il Sistema europeo di banche centrali (SEBC), come previsto dall'art. 127, par. 2, del Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea (TFUE), e richiama i compiti della BCE e delle banche centrali nazionali relativi alla sorveglianza sui sistemi di pagamento.

Lo schema di decreto legislativo recante le disposizioni per l'adeguamento del quadro normativo nazionale a MiCAR

A livello nazionale, il 22 marzo scorso si è conclusa la consultazione pubblica sullo schema di decreto legislativo recante le disposizioni per l'adeguamento del quadro normativo nazionale a MiCAR, successivamente approvato in esame preliminare dal Consiglio dei ministri il 24 giugno scorso.

Nel quadro definito dallo schema di decreto, la Banca d'Italia e la Consob saranno designate quali Autorità competenti ai sensi di MiCAR per esercitare le funzioni di supervisione previste dal nuovo assetto, in relazione sia all'accesso al mercato sia alla vigilanza nel continuo. Con riguardo alla ripartizione di competenze tra le due Autorità, lo schema di decreto è sostanzialmente coerente con il criterio di riparto per finalità previsto dal Testo unico della finanza (TUF), che attribuisce alla Banca d'Italia la competenza sul contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale (avendo riguardo alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati) e alla Consob la trasparenza di mercato e la tutela della clientela.

Per quanto riguarda gli ART, la Banca d'Italia autorizzerà l'emissione, l'offerta al pubblico e la richiesta di ammissione alla negoziazione da parte degli emittenti specializzati, acquisendo l'intesa della Consob sui profili di competenza²⁰. In coerenza con il riparto per finalità, la vigilanza nel continuo sarà esercitata dalla Banca d'Italia – avendo riguardo al contenimento del rischio, alla stabilità patrimoniale e alla sana e prudente gestione – e dalla Consob in relazione alla trasparenza, alla correttezza dei comportamenti, all'ordinato svolgimento delle negoziazioni e alla tutela dei possessori dei *tokens*.

²⁰ Con riferimento agli ART emessi dalle banche e dalle SIM di classe 1 (imprese che svolgono attività di negoziazione per conto proprio ovvero sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia e il cui attivo di bilancio è pari o superiore ai 30 miliardi di euro), la Banca d'Italia riceverà la notifica dall'emittente prima dell'offerta al pubblico del *token* o della richiesta di ammissione alla negoziazione, trasmettendola tempestivamente alla Consob, e approverà i relativi *white papers* d'intesa con quest'ultima.

La Consob sarà designata quale autorità competente ai fini MiCAR in relazione alle cripto-attività *other than* per le quali, come ricordato, non è previsto un regime di autorizzazione né di vigilanza prudenziale *ongoing*, dal momento che per le stesse i requisiti del Regolamento si sostanziano principalmente in obblighi di notifica dei *white papers* e di condotta, trasparenza e pubblicità quando vengono offerte al pubblico. In coerenza con le proprie funzioni istituzionali, la Consob è inoltre individuata quale Autorità competente ai fini della prevenzione e della vigilanza sugli abusi di mercato relativi alle cripto-attività.

Relativamente agli EMT, lo schema di decreto conferma la competenza della Banca d'Italia, in analogia con quanto previsto per la moneta elettronica tradizionale, sia rispetto all'accesso al mercato sia nel continuo, in relazione non solo ai profili di vigilanza prudenziale ma anche per la trasparenza, la correttezza dei comportamenti e la tutela dei possessori dei *tokens*.

Con riferimento all'accesso al mercato dei servizi per le cripto-attività, la Consob autorizzerà i CASP specializzati sentita la Banca d'Italia. La vigilanza *ongoing* è articolata seguendo il criterio generale di riparto prima richiamato e sarà pertanto esercitata dalla Banca d'Italia avendo riguardo al contenimento del rischio, alla stabilità patrimoniale e alla sana e prudente gestione nonché dalla Consob con riferimento alla trasparenza, alla correttezza dei comportamenti, all'ordinato svolgimento delle negoziazioni e alla tutela dei clienti.

La Banca d'Italia e la Consob sono altresì designate quali autorità preposte all'esercizio dei poteri di intervento (c.d. *product intervention*) previsti da MiCAR²¹.

Le due Autorità, secondo lo schema di decreto legislativo, dovranno inoltre esercitare i rispettivi poteri di vigilanza in modo coordinato al fine di evitare duplicazioni e sovrapposizioni e di ridurre al minimo gli oneri per i soggetti vigilati; ciò, in particolare, attraverso specifiche forme di coordinamento operativo e informativo, formalizzate mediante protocolli d'intesa.

La nuova disciplina europea in materia di cripto-attività trova completamento nel Regolamento (UE) 2023/1113 (c.d. *Transfer of Funds*

²¹ La Banca d'Italia potrà esercitare poteri di intervento sugli EMT nonché – quando necessario per assicurare la stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario – sugli ART e sulle cripto-attività *other than*. La Consob potrà invece esercitare poteri di intervento sugli ART e sulle cripto-attività *other than* al fine di tutelare gli investitori e salvaguardare l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati.

Regulation recast - TFR recast), che ha esteso ai CASP i più intensi controlli e obblighi antiriciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo (AML/CFT) applicabili agli intermediari bancari e finanziari²². La Banca d'Italia sarà l'autorità competente per la supervisione AML/CFT sui CASP²³.

Lo schema di decreto detta anche il regime transitorio rispetto all'attuale disciplina della prestazione di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale e di portafoglio digitale da parte dei VASP, attualmente fondata sull'obbligo di registrazione presso la sezione speciale del registro dell'OAM²⁴. Completano l'impianto le disposizioni sulle sanzioni amministrative applicabili alla violazione delle norme di MiCAR nonché sulle sanzioni penali per il reato di abusivismo volte a punire chiunque emetta o offra al pubblico EMT o ART ovvero presti servizi per le cripto-attività in assenza delle previste autorizzazioni²⁵.

Si prevede infine che restino fermi i compiti e i poteri attribuiti in via esclusiva alla Banca d'Italia, quale banca centrale, in materia di sorveglianza sul sistema dei pagamenti, di cui all'art. 146 del Testo Unico Bancario (TUB) e alle relative disposizioni attuative. Pertanto, anche con riferimento all'utilizzo delle cripto-attività, la Banca d'Italia eserciterà detta sorveglianza avendo riguardo al regolare funzionamento del sistema dei pagamenti, alla sua affidabilità ed efficienza nonché alla tutela degli utenti dei servizi di pagamento.

²² Tra il 20 febbraio e il 22 marzo scorso si è svolta anche la consultazione pubblica sullo schema di decreto legislativo recante le disposizioni per l'adeguamento del quadro normativo nazionale al TFR *recast*.

²³ Con riferimento agli emittenti, la Banca d'Italia è l'autorità competente per la supervisione AML/CFT su banche e IMEL.

²⁴ In particolare, è previsto che i soggetti persone giuridiche regolarmente iscritti nel registro OAM al 27 dicembre 2024 potranno continuare a operare per un periodo di sei mesi, ossia fino al 30 giugno 2025; ove entro tale data i medesimi soggetti presentino istanza di autorizzazione come CASP, gli stessi potranno continuare a operare nelle more dello svolgimento del procedimento di autorizzazione fino al rilascio o rifiuto della medesima e comunque non oltre il 30 dicembre 2025.

²⁵ La nuova cornice normativa nazionale reca inoltre delle specifiche disposizioni volte a dare completamento al quadro introdotto da MiCAR, tenendo al contempo conto delle specificità dell'ordinamento nazionale. Con riferimento agli ART, si tratta di norme che disciplinano: *i*) la separazione patrimoniale della riserva di attività di un ART dal patrimonio dell'emittente, nonché dalla riserva di attività di altri *tokens* e dalle attività in cui è investita; *ii*) il piano volto a favorire il rimborso ordinato di ciascun *token*; *iii*) la liquidazione volontaria, l'amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa degli emittenti specializzati di ART. In relazione ai CASP, le disposizioni speciali riguardano: *i*) la separazione patrimoniale in merito alla prestazione dei servizi per le cripto-attività e accessori, al fine di tutelare il patrimonio dei clienti; *ii*) il trattamento dei clienti nell'ambito delle procedure di liquidazione coatta amministrativa; *iii*) la liquidazione volontaria e la disciplina delle crisi dei CASP.

Prospettive

Il settore delle cripto-attività, per il suo carattere innovativo e in virtù dei rischi ad esso associati, è all'attenzione dei regolatori in molti paesi e suscita l'interesse di importanti *standard setters* internazionali, alle cui discussioni la Banca d'Italia partecipa attivamente²⁶. In Europa, MiCAR si colloca nell'ambito di un più ampio insieme di misure scaturite dalla strategia adottata dalla Commissione europea nel settembre 2020 con l'obiettivo di accrescere la competitività e il potenziale di innovazione dell'UE nel settore della finanza digitale, garantendo nel contempo la protezione dei consumatori e la stabilità finanziaria²⁷.

²⁶ Il *Financial Stability Board* (FSB) ha pubblicato un *framework* regolamentare globale basato sui principi 'same activity, same risk, same regulation', neutralità tecnologica e flessibilità di cui tenere conto nel disciplinare l'operatività in cripto ponendo particolare attenzione alla tutela degli *asset* dei clienti e ai conflitti di interesse e promuovendo il rafforzamento della cooperazione *cross-border* tra autorità. L'OCSE è intervenuta con il *Crypto Asset Reporting Framework*, un nuovo standard di trasparenza fiscale per la raccolta e lo scambio delle informazioni sulle transazioni in cripto-attività. Nell'ambito della Banca dei Regolamenti Internazionali, il *Committee on Payments and Market Infrastructures* (CPMI) – insieme all'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) – ha confermato che i ccdd. *stablecoin arrangements* di rilevanza sistemica dovranno rispettare gli *standards* internazionali applicabili alle infrastrutture di mercato, tra i quali quelli in tema di *governance*, gestione dei rischi, regolamento finale delle operazioni. Da ultimo, il Comitato di Basilea – dopo aver definito un quadro di regole che differenzia il trattamento prudenziale dei *crypto asset* in relazione alle diverse caratteristiche che li connotano – ha di recente approvato i modelli con cui gli istituti di credito divulgheranno la propria esposizione a tali strumenti a partire da gennaio 2026.

²⁷ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo E al Comitato delle regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE, settembre 2020. Fra tali misure si annovera anzitutto il Regolamento (UE) 2022/858, relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (c.d. *DLT Pilot Regime*), che introduce un regime sperimentale volto a consentire la prestazione di servizi di negoziazione e regolamento delle operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari digitali mediante l'utilizzo della DLT; il DLT Pilot regime è stato attuato nell'ordinamento nazionale con il decreto legge 17 marzo 2023, n. 25 (c.d. Decreto FinTech), convertito con modificazioni dalla legge n. 52 del 10 maggio 2023. Il pacchetto sulla finanza digitale comprende inoltre il già citato Regolamento (UE) 2022/2554 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario (*Digital Operational Resilience Act* – DORA), che stabilisce requisiti uniformi per la sicurezza delle reti e dei sistemi informativi degli operatori del settore finanziario, nonché delle terze parti critiche che a essi forniscono servizi ICT. Più recentemente, nell'ambito del c.d. "*Financial data access and payments package*" (https://finance.ec.europa.eu/publications/financial-data-access-and-payments-package_en?prefLang=it), la Commissione europea ha avviato i lavori per la revisione della seconda direttiva per i servizi di pagamento (*Payment Services Directive* – PSD2) pubblicando il 28 giugno 2023 una proposta di Regolamento (*Payment Services Regulation* – PSR) e di Direttiva (PSD3) con l'obiettivo di modernizzare la disciplina dei servizi di pagamento accrescendo l'efficienza, la trasparenza e la sicurezza degli strumenti a disposizione di cittadini e imprese. Contestualmente è stata pubblicata anche la proposta di Regolamento per l'accesso ai dati finanziari (*Financial Data Access Regulation*, FIDAR) che si affianca al pacchetto pagamenti e ha la finalità di rendere accessibili i dati dei servizi finanziari alla luce degli sviluppi tecnologici e della crescente digitalizzazione del sistema finanziario.

Una corretta applicazione di MiCAR può favorire nel settore delle cripto-attività iniziative in grado di coniugare innovazione tecnologica, sicurezza, guadagni di efficienza, benefici tangibili per la clientela. In tale ottica, lo schema di decreto legislativo attuativo del Regolamento traccia uno scenario in grado di confermare l'affidabilità della piazza finanziaria nazionale facendo anche leva sulle responsabilità affidate alla Banca d'Italia e alla Consob, in coerenza con il mandato istituzionale attribuito alle due Autorità. La Banca d'Italia, così come la stessa Consob in occasione dell'audizione tenuta presso questa Commissione lo scorso 24 luglio, esprime pertanto apprezzamento per lo schema normativo attuativo di MiCAR, alla cui predisposizione ha dato supporto mediante contributi tecnici.

Occorre peraltro considerare che anche MiCAR, come spesso accade nel caso di interventi normativi volti a disciplinare fenomeni fortemente innovativi e in continua evoluzione, non sempre riesce a catturare tutte le complessità di questi nuovi mercati e a metterne a fuoco i rischi²⁸. Esistono in particolare limiti, legati anche alla specifica tecnologia utilizzata, dei quali tanto le Autorità quanto gli operatori devono tener conto per favorire una concreta applicazione del Regolamento efficace e coerente con le sue finalità.

La previsione di soli obblighi di notifica, condotta e trasparenza per le *crypto other than*, quando vengono offerte al pubblico, rappresenta uno dei principali limiti di MiCAR²⁹, tanto che è stata già prospettata l'opportunità di dare luogo a un intervento integrativo del Regolamento (MiCAR2)³⁰.

MiCAR, come la prevalente legislazione in materia finanziaria, si ispira infatti ad un approccio di regolamentazione c.d. *entity-based*, applicabile solo se è possibile individuare un destinatario degli obblighi. Restano pertanto esclusi dall'ambito applicativo del Regolamento i modelli caratterizzati da una decentralizzazione pura: si pensi in particolare alle c.d. Organizzazioni Autonome Decentralizzate (DAO)³¹ e alle transazioni che avvengono in modo completamente disintermediato tra i c.d. *unhosted wallets, software* che

²⁸ Lo stesso schema di decreto legislativo attuativo di MiCAR (art. 45) tiene conto della continua evoluzione di mercato e prevede un meccanismo di verifica dei risultati raggiunti, da attuare entro due anni dalla sua entrata in vigore, anche per apportare eventuali adeguamenti alla disciplina.

²⁹ Sono inoltre esclusi dall'ambito di applicazione del Regolamento alcuni prodotti, in particolare i *tokens* non fungibili (c.d. *non fungible tokens* – NFT), quali le opere dell'arte digitale.

³⁰ Cfr. intervento della Presidente della BCE C. Lagarde al Parlamento Europeo del 22 giugno 2022.

³¹ Nelle DAO, il *software* che gestisce l'organizzazione opera in modo autonomo rispetto ai partecipanti all'organizzazione stessa.

abilitano allo scambio da persona a persona (*peer-to-peer*) di cripto-attività. Anche i controlli AML/CFT soffrono degli stessi limiti.

In aggiunta, i sistemi basati sull'utilizzo di infrastrutture a registro distribuito fanno leva su *software* (definiti *smart contracts*) che automatizzano transazioni e processi e incorporano parte significativa dei profili di *governance* e di relazione tra le parti fino ad oggi affidati alla sola legge e ai contratti. Gli effetti dell'esecuzione di uno *smart contract* possono quindi sfuggire in molti casi alla normativa vigente, pur avendo un impatto significativo sui diritti degli utenti, sulla lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo, sulla trasparenza dei mercati e sulla stabilità complessiva del sistema³².

Tenuto conto delle novità introdotte da MiCAR, lo scorso 22 luglio la Banca d'Italia ha pubblicato una Comunicazione al mercato³³ volta a segnalare, nell'ambito delle funzioni esercitate dall'Istituto, profili suscettibili di maggiore attenzione e presidio; ciò al fine di accompagnare gli operatori nella prima fase di applicazione del Regolamento e stimolare, anche a miglior protezione della clientela, comportamenti di adesione sostanziale e non formalistica alle prescrizioni del Regolamento.

Un primo aspetto riguarda le differenze esistenti fra le diverse categorie di cripto-attività, in relazione alle loro specifiche caratteristiche e funzioni nonché ai profili di rischio ad esse associati, con particolare riguardo alla loro idoneità o meno ad assolvere a finalità di pagamento.

In particolare MiCAR, oltre a riconoscere la funzione di pagamento degli EMT, attribuisce anche agli ART la possibilità di assolvere, entro certi limiti, a funzioni di scambio. Tuttavia, ad avviso della Banca d'Italia, solo gli EMT sono in grado di svolgere pienamente funzioni di pagamento preservando la fiducia del pubblico, in virtù del loro stabile ancoraggio ad una valuta avente

³² La Banca d'Italia, insieme all'Università Cattolica di Milano e l'Università degli Studi Roma Tre, sta conducendo una ricerca sulle caratteristiche degli *smart contracts* per l'erogazione di servizi bancari, finanziari e assicurativi. È stata conclusa la prima parte del lavoro, volta a evidenziare le questioni che gli *smart contracts* pongono sul piano giuridico e tecnico (https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2024-0863/QEF_863_24_IT.pdf). La seconda parte sarà dedicata alla elaborazione di linee guida deducibili dalla migliore prassi.

³³ Disponibile al seguente link: <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2024/micar/Comunicazione-MiCAR-22-luglio-ITA.pdf>. L'iniziativa si collega alla precedente Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività, pubblicata il 15 giugno 2022 (<https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2022/cripto/Comunicazioni-della-Banca-d-Italia-DLT-cripto.pdf>).

corso legale e della protezione accordata ai fondi versati dalla clientela, che possono essere in ogni momento rimborsati al valore nominale³⁴.

Per tale ragione, abbiamo invitato gli intermediari a valutare con la massima attenzione la possibilità di offrire gli ART per funzionalità di scambio, in considerazione dei rischi connessi con eventuali oscillazioni di valore di tali prodotti e con la loro rimborsabilità al valore di mercato e non a quello nominale. Abbiamo altresì ribadito, pur in mancanza di specifici divieti normativi, l'inidoneità delle cripto-attività *other than*, in particolare di quelle non garantite, ad essere utilizzate con finalità di pagamento, in considerazione della rischiosità che le caratterizza.

La Comunicazione evidenzia inoltre che le specifiche caratteristiche delle diverse tipologie di cripto-attività e le tecnologie ad esse sottostanti assumono rilievo centrale anche sotto il profilo della sana e prudente gestione dell'impresa. I soggetti che intendono avviare attività disciplinate da MiCAR sono chiamati quindi a prestare particolare attenzione allo sviluppo di modelli di attività sostenibili, individuando e mitigando gli specifici profili di rischio non solo di natura finanziaria ma anche operativa, alla luce dell'elevata interconnessione tra i soggetti operanti in tali mercati.

Nella Comunicazione viene inoltre evidenziato che i soggetti interessati dovranno fare in modo che i potenziali detentori di cripto-attività possano avere piena consapevolezza dei rischi associati al relativo possesso e utilizzo, avendo riguardo alle specifiche caratteristiche di ciascuna tipologia di cripto-attività e dei singoli *tokens*.

Infine, tutti i soggetti coinvolti nell'ambito di iniziative relative a cripto-attività sono stati richiamati a garantire la piena conformità alle disposizioni in materia di lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo, anche assicurando l'adeguatezza dei relativi assetti organizzativi e di controllo.

³⁴ Le prime iniziative in ambito europeo prendono in considerazione *stablecoins* agganciate al valore di una moneta avente corso legale. Il 1° luglio scorso Circle, emittente della seconda *stablecoin* al mondo per capitalizzazione (USD Coin), ha annunciato di aver ottenuto dall'Autorità francese ACPR (*Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution*) l'autorizzazione come IMEL al fine di poter emettere e offrire nell'Unione europea sia USD Coin che la *stablecoin* ancorata all'euro EURC (<https://www.circle.com/en/pressroom/circle-is-first-global-stablecoin-issuer-to-comply-with-mica-eus-landmark-crypto-law>). Nei giorni scorsi Dws, la società di *asset management* di Deutsche Bank, ha annunciato di voler lanciare il prossimo anno una *stablecoin* denominata in euro e regolamentata dall'autorità di vigilanza tedesca BaFin.

* * *

La complessità tecnologica del settore e la continua evoluzione dei fenomeni trattati chiamano a sfide complesse tanto le Autorità quanto gli operatori.

Al tempo stesso, ne accrescono la responsabilità di promuovere in campo finanziario un'innovazione affidabile, attenta ai profili di rischio (anche di natura operativa e, in particolare, informatica), capace di assicurare presidi legali e tecnici e di garantire al meglio la protezione degli utilizzatori.

È per tale via che si possono incentivare iniziative virtuose, da valutare come tali anche in relazione alla loro capacità di produrre benefici concreti per i cittadini, per le imprese, per l'economia nel suo complesso.

Grazie per l'attenzione.

Figura 1

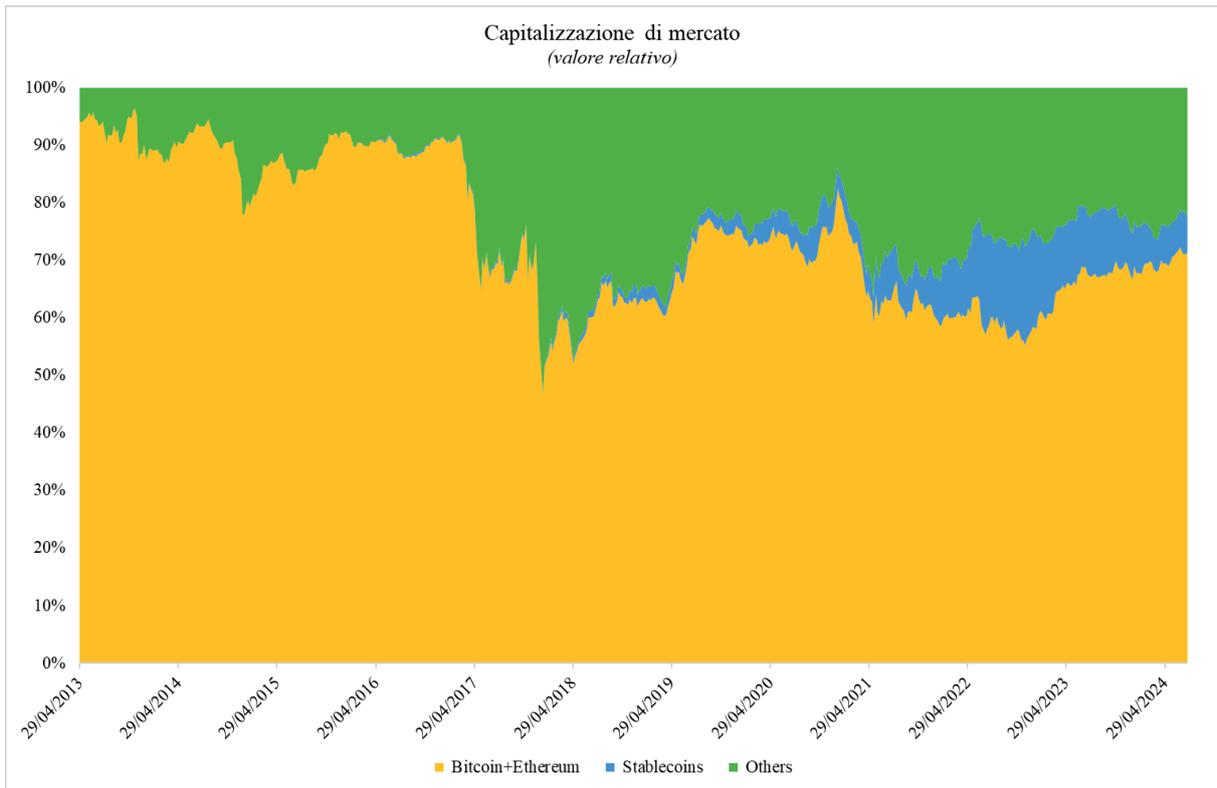
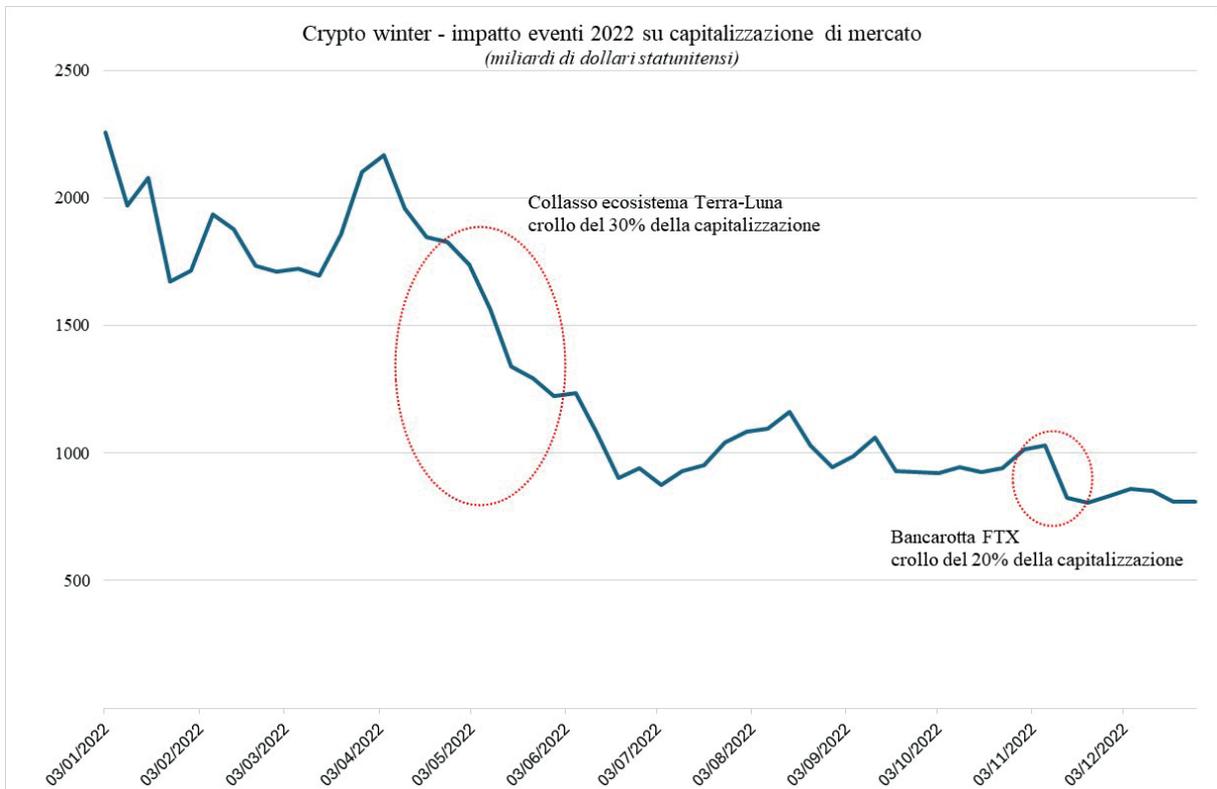


Figura 2



Fonte: CoinMarket Cap

