

INSIGHT | 31 gennaio 2025

Le Linee Guida dell'ESMA sulla qualificazione dei crypto-asset come strumenti finanziari

Il 17 dicembre 2024, l'European Securities and Market Authority (l'«ESMA») ha pubblicato le proprie «Linee guida sulle condizioni e i criteri per la qualificazione dei crypto-asset come strumenti finanziari»¹ (le «Linee Guida»), che forniscono indicazioni utili su una delle principali questioni sottese all'applicazione del Regolamento UE 2023/1114 (c.d. *Markets in Crypto-Assets Regulation*, «MiCAR»).

La qualificazione delle crypto-attività è, infatti, fondamentale per il loro corretto inquadramento normativo, in quanto, come noto, i crypto-assets identificati come strumenti finanziari sono esclusi dall'ambito di applicazione del MiCAR, rientrando in quello della Direttiva 2014/65/EU del Parlamento Europeo e del Consiglio (c.d. *Markets in Financial Instruments Directive II*, «MiFID II»)².

Le Linee Guida delineano i criteri per identificare ciò che rientri nella definizione di crypto-attività rispetto a ciò che vada considerato uno strumento finanziario, senza, tuttavia, definire tassativamente tale elenco, demandando tale compito di valutazione alle autorità competenti, caso per caso.

Linea Guida 1 – La neutralità tecnologica e il principio della prevalenza della sostanza

Le Linee Guida si basano sul principio della «tech-

nological neutrality» e della «substance-over-form», secondo cui il processo di *tokenizzazione* degli strumenti finanziari non influisce sulla loro classificazione. Tale approccio assicura che la classificazione dei crypto-asset rimanga coerente nel corso del tempo, a prescindere dai progressi tecnologici. Il Regolamento DLT Pilot³ ha già modificato la MiFID II per includere tra gli strumenti finanziari anche «*quelli emessi tramite tecnologia a registro distribuito*».

Linea Guida 2 – I valori mobiliari

Una crypto-attività è qualificabile come valore mobiliare, e rientra, nell'ambito di applicazione della MiFID II, se, oltre a rientrare nelle nozioni base (azioni, obbligazioni o strumenti simili), soddisfa i seguenti criteri cumulativi:

- non è uno strumento di pagamento: a tale riguardo, è fatto rinvio alle definizioni di «strumento di pagamento» previste nelle normative nazionali, che sono state uniformate dalla Direttiva (UE) 2015/2366 sui servizi di pagamento nel mercato interno (c.d. «PSD 2»);

¹ European Securities and Market Authority, *Final Report on the Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, ESMA75453128700-1323, 17 December 2024, in ESMA75453128700-1323 *Final Report on the Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*.

² La sezione C dell'Allegato I della MiFID II include nella categoria degli strumenti finanziari: (i) i valori mobiliari; (ii) gli strumenti del mercato monetario; (iii) le quote di organismi di investimento collettivo; (iv) gli strumenti finanziari derivati e altre tipologie di contratti finanziari per il trasferimento di rischi; (v) le quote di emissione, intese come qualsiasi unità riconosciuta per soddisfare i requisiti della direttiva 2003/87/CE sul sistema di scambio delle quote di emissione, demandando al diritto degli Stati membri la delimitazione precisa dei concetti rientranti in ciascuna categoria («valori mobiliari», «azione», «obbligazione» etc.).

³ Regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito.

- ii. appartiene a una “categoria” di valori: le cripto-attività appartengono a una categoria di valori se (a) sono emesse dallo stesso emittente e (b) sono intercambiabili o conferiscono gli stessi diritti (a esempio, il diritto di voto o ai proventi di una liquidazione); in questo caso occorre altresì verificare se la cripto-attività rientra in una classe di valori mobiliari, confrontando i diritti conferiti dalla cripto-attività e quelli tipicamente associati ai predetti valori mobiliari;
- iii. è negoziabile sul mercato di capitali: uno strumento “è negoziabile” se può essere trasferito o scambiato liberamente, senza restrizioni strutturali. Quanto al “mercato di capitali”, le Linee Guida vi includono qualsiasi contesto in cui avviene compravendita di titoli e non soltanto mercati regolamentati.

Linea Guida 3 – Gli strumenti del mercato monetario

Gli “*strumenti del mercato monetario*” sono generalmente di debito e a breve termine e sono emessi da governi, istituti di credito o società per raccogliere fondi. Rientrano in questa categoria⁴, ad esempio: i buoni del tesoro e degli enti locali, i certificati di deposito, le carte commerciali e le accettazioni bancarie. Potrebbero quindi essere qualificate come tali, le cripto-attività con valore stabile o determinabile con certezza in qualsiasi momento (in quanto collegate all'euro o al dollaro o ad altri asset stabili), offerte come conti di risparmio a breve termine, con una scadenza predeterminata e la previsione di un rendimento maturato a favore dei detentori delle stesse.

Linea Guida 4 – Le quote di OICR

Una cripto-attività può essere qualificata come quota di un organismo di investimento collettivo, con conseguente applicazione della MiFID II, quando il progetto collegato a tale cripto-attività comporta cumulativamente: (i) la messa in comune di capitale da parte di diversi investitori; (ii) lo scopo di investire tale capitale in conformità a una politica di investimento definita, e (iii) l'obiettivo di generare un rendimento per gli investitori. Ad esempio, i token che offrono diritti sui rendimenti di un portafoglio gestito e che possono essere riscattati proporzionalmente al valore del portafoglio potrebbero essere considerati quote di un OICR, a patto che gli investitori non

partecipino alla governance o alla gestione operativa del patrimonio. Il metodo con cui sono assunte le decisioni di investimento (umano, algoritmico o tramite smart contract) è irrilevante, purché tali decisioni siano coerenti con la politica di investimento definita del patrimonio gestito.

Linea Guida 5 – Gli strumenti derivati

L'ESMA distingue il caso in cui le cripto-attività sono attività sottostanti a strumenti derivati, escluso dall'applicazione del MiCAR, da quello in cui potrebbero esse stesse qualificarsi come strumenti derivati esse stesse. Una cripto-attività può qualificarsi come derivato se: (a) i diritti dei detentori dipendono da un impegno futuro (es. *forward*, opzione, *swap*, *future*); (b) il valore della cripto-attività deriva da un'attività sottostante; (c) segue le modalità di regolamento previste dall'Allegato I, sezione C, punti da 4 a 10 della MiFID II. L'ESMA sottolinea che una cripto-attività il cui valore è determinato da una riserva di attività sottostanti potrebbe essere un c.d. *Asset-referenced token*, così come definito dal MiCAR. Tuttavia, se il valore dipende sinteticamente dall'andamento di un'altra attività o diritto (come azioni, obbligazioni o indici) o una combinazione di questi, allora la cripto-attività in esame potrebbe qualificarsi come strumento derivato.

Linea Guida 6 – Le quote di emissione dei gas a effetto serra

Le cripto-attività che rappresentano quote di emissione disciplinate dalla Direttiva 2003/87/CE sono da ritenersi indubbiamente strumenti finanziari, poiché la MiFID II (come emendata dal Regolamento DLT Pilot) le qualifica esplicitamente quali strumenti finanziari, anche laddove emesse tramite *distributed ledger technology*. Le cripto-attività che rappresentano *voluntary carbon credit* o quote di emissione non regolate dalla Direttiva sopra citata rientrano nella definizione di strumento finanziario se: (i) conferiscono un diritto chiaro sulle emissioni (a esempio, a emettere una determinata quantità di gas ad effetto serra); (ii) sono utilizzabili per adempiere a obblighi legali relativi alla riduzione delle emissioni di carbonio; (iii) sono negoziabili su piattaforme di terzi o, comunque, idonee alla negoziazione.

Linea Guida 7 – Definizione di cripto-attività

L'ESMA approfondisce la nozione generale di cripto-attività di cui al MiCAR precisando, in particolare, che: (i) i diritti di governance connessi a un utility

⁴ Cfr. Considerando n. 21 del Regolamento delegato (UE) 2017/568 del 24 maggio 2016, che integra la MiFID II con le norme tecniche di regolamentazione per l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione nei mercati regolamentati, c.d. Regolamento sui fondi monetari.

token non dovrebbero replicare quelli tipici dei valori mobiliari; (ii) l'aspettativa di profitto futuro non è sufficiente a qualificare una cripto-attività quale strumento finanziario; (iii) le cripto-attività non trasferibili e accettate soltanto dall'emittente o dall'offerente, così come quelle uniche e non fungibili, non rientrano nel campo di applicazione del MiCAR, poiché non possono essere trasferite tramite tecnologia DLT.

Linea Guida 8 – Gli NFT

Gli NFT, in quanto asset non fungibili e unici sono esclusi dall'ambito di applicazione del MiCAR. L'«unicità», ossia la non sostituibilità, è un aspetto cruciale degli NFT, che devono possedere caratteristiche e diritti distinti rispetto ad altre cripto-attività, emesse dallo stesso (o da altri) emittenti. Per qualificare un token come NFT, le Linee Guida suggeriscono anche di svolgere un «*test sul valore di interdipendenza*», considerando, in particolare, (i) se il valore della cripto-attività deriva principalmente dalle sue peculiarità e/o dai benefici che offre al suo possessore; (ii) la misura in cui l'interconnessione tra le varie tipologia di cripto-attività influenza il reciproco valore; (iii) gli specifici elementi che caratterizzano quella stessa cripto-attività.

Linea Guida 9 – Cripto attività ibride

Se un token ibrido presenta alcuni tratti di uno strumento finanziario, tale caratteristica deve prevalere sulle altre, che vengono assorbite di conseguenza.

Le Linee Guida costituiscono, il primo un valido strumento interpretativo per l'applicazione concreta del MiCAR, ancorché le stesse non siano così precise e puntuali al fine di giungere a conclusioni certe ed univoche nel processo di qualificazione delle cripto attività.

Contatti



Umberto Piattelli
umberto.piattelli@lcalex.it



Sofia Caruso
sofia.caruso@lcalex.it



Gaia Rulli
gaia.rulli@lcalex.it

LCA è uno studio legale indipendente e full service, specializzato nell'assistenza legale e fiscale d'impresa, composto da oltre 300 persone.

MILANO

Via della Moscova 18
20121 Milano

ROMA

Piazza del Popolo 18
00187 Roma

GENOVA

Via XX Settembre 31/6
16121 Genova

TREVISO

Via Sile 41
31056 Roncade (TV)

BRUXELLES

Place Poelaert 6
1000 Bruxelles

DUBAI

IAA Middle East Legal Consultants LLP
Liberty House, Office 514, DIFC

www.lcalex.it
info@lcalex.it