

Orientamenti

sulle condizioni e sui criteri per la qualificazione delle crypto-attività come strumenti finanziari

Indice

1	Ambito di applicazione	3
	Destinatari	3
2	Riferimenti normativi, abbreviazioni e definizioni	4
2.1	Riferimenti normativi	4
2.2	Abbreviazioni	4
2.3	Definizioni	5
3	Finalità	5
4	Conformità e obblighi di notifica	5
4.1	Status degli orientamenti.....	5
4.2	Obblighi di notifica.....	6
5	Orientamenti sulla classificazione di cripto-attività come strumenti finanziari.....	6
5.1	Classificazione delle cripto-attività come valori mobiliari	7
5.2	Classificazione come strumenti finanziari di altro tipo	12
5.3	Informazioni generali sulla nozione di cripto-attività	19

1 Ambito di applicazione

Destinatari

1. Gli orientamenti si applicano alle autorità competenti e ai partecipanti ai mercati finanziari, ivi compresi gli emittenti quali definiti all'articolo 3, paragrafo 1, punto 10), gli offerenti quali definiti all'articolo 3, paragrafo 1, punto 13), del MiCA, i prestatori di servizi per le cripto-attività quali definiti all'articolo 3, paragrafo 1, punto 15), del MiCA, gli investitori e tutte le persone che svolgono attività relative alle cripto-attività.

Oggetto

2. I presenti orientamenti si applicano in relazione all'articolo 2, paragrafo 5, del MiCA.

Tempistica

3. I presenti orientamenti si applicano a partire da 60 giorni di calendario dopo la data della loro pubblicazione sul sito web dell'ESMA in tutte le lingue ufficiali dell'UE.

2 Riferimenti normativi, abbreviazioni e definizioni

2.1 Riferimenti normativi

Direttiva GEFIA	Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010 ⁽¹⁾ .
Direttiva OICVM	Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) ⁽²⁾ .
MiCA	Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività ⁽³⁾ .
MiFID II	Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (rifusione) ⁽⁴⁾ .
Regolamento DLT	Regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2022, relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito ⁽⁵⁾ .
Regolamento ESMA	Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione ⁽⁶⁾ .
Regolamento FCM	Regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, sui fondi comuni monetari ⁽⁷⁾ .

2.2 Abbreviazioni

ABE	Autorità bancaria europea
AEV	Autorità europee di vigilanza
ANC	Autorità nazionale competente
ART	Token collegato ad attività
CASP	Prestatore di servizi per le cripto-attività
DLT	Tecnologia a registro distribuito
EMT	Token di moneta elettronica

⁽¹⁾ GU L 174 dell'1.7.2011, pag. 1.

⁽²⁾ GU L 302 dell'17.11.2009, pag. 32.

⁽³⁾ GU L 150 dell'9.6.2023, pag. 40.

⁽⁴⁾ GU L 173 dell'12.6.2014, pag. 349.

⁽⁵⁾ GU L 151 dell'2.6.2022, pag. 1.

⁽⁶⁾ GU L 331 dell'15.12.2010, pag. 84.

⁽⁷⁾ GU L 169 dell'30.6.2017, pag. 8.

ESMA	Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati
FIA	Fondo di investimento alternativo
F-NFT	Frazioni di NFT
NFT	Token non fungibile
NTA	Norme tecniche di attuazione
NTR	Norme tecniche di regolamentazione

2.3 Definizioni

DLT	Tecnologia a registro distribuito, quale definita all'articolo 3, paragrafo 1, punto 1), del MiCA.
NFT	Per token non fungibili si intendono cripto-attività che sono uniche e non fungibili con altre cripto-attività, come indicato nell'articolo 2, paragrafo 3, del MiCA.
Token ibridi	Per token ibridi si intendono cripto-attività che comprendono elementi tratti da diverse classificazioni e rappresentano un insieme composito di caratteristiche che di norma sono associate a tipologie distinte di cripto-attività.

3 Finalità

4. I presenti orientamenti sono emanati ai sensi dell'articolo 16, paragrafo 1, del regolamento ESMA e dell'articolo 2, paragrafo 5, del MiCA, con la finalità di specificare le condizioni e i criteri per determinare se una cripto-attività debba essere classificata come strumento finanziario e, pertanto, garantire l'applicazione comune, uniforme e coerente delle disposizioni di cui all'articolo 2, paragrafo 4, lettera a), del MiCA. Inoltre, i presenti orientamenti chiariscono alcune caratteristiche degli utility token, degli NFT e dei token ibridi.
5. I presenti orientamenti contengono inoltre esempi a scopo illustrativo che, sebbene mirino a fornire chiarezza e supporto nella valutazione da parte delle ANC e dei partecipanti ai mercati finanziari, non dovrebbero sostituire una valutazione completa volta a determinare se una cripto-attività debba essere classificata come strumento finanziario e, a tal proposito, non dovrebbero essere interpretati come una classificazione definitiva né sostituire o influenzare la necessaria analisi caso per caso.

4 Conformità e obblighi di notifica

4.1 Status degli orientamenti

6. Conformemente all'articolo 16, paragrafo 3, del regolamento ESMA, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari devono compiere ogni sforzo per conformarsi ai presenti orientamenti.

7. Le autorità nazionali competenti alle quali si applicano i presenti orientamenti dovrebbero conformarvisi integrandoli nei propri quadri giuridici e/o di vigilanza nazionali, a seconda dei casi, anche laddove vi siano orientamenti specifici diretti principalmente ai partecipanti ai mercati finanziari. In questo caso le autorità competenti dovrebbero adoperarsi, esercitando la facoltà di vigilanza, affinché i partecipanti ai mercati finanziari si conformino agli orientamenti.

4.2 Obblighi di notifica

8. Entro due mesi dalla data di pubblicazione degli orientamenti sul sito web dell'ESMA in tutte le lingue ufficiali dell'UE, le autorità nazionali competenti alle quali si applicano i presenti orientamenti devono notificare all'ESMA se i) sono conformi, ii) non sono conformi, ma intendono conformarsi o iii) non sono conformi e non intendono conformarsi agli orientamenti.
9. In caso di non conformità, le autorità nazionali competenti dovrebbero inoltre notificare all'ESMA, entro due mesi dalla data di pubblicazione degli orientamenti sul sito web dell'ESMA in tutte le lingue ufficiali dell'UE, i motivi per cui non si conformano a tali orientamenti.
10. I partecipanti ai mercati finanziari non sono tenuti agli obblighi di notifica.

5 Orientamenti sulla classificazione di crypto-attività come strumenti finanziari

Aspetti generali – Orientamento 1

11. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari, nel valutare la qualificazione delle suddette crypto-attività come strumenti finanziari, non dovrebbero considerare il formato tecnologico delle crypto-attività un fattore determinante. Di conseguenza, il processo di tokenizzazione degli strumenti finanziari⁽⁸⁾ non dovrebbe incidere sulla classificazione di tali attività.
12. Gli strumenti finanziari tokenizzati dovrebbero continuare ad essere considerati strumenti finanziari a tutti i fini regolamentari. Le autorità nazionali competenti dovrebbero adottare un approccio tecnologicamente neutro, un principio menzionato nel MiCA, per garantire che

⁽⁸⁾ Si potrebbe descrivere tale processo come «la rappresentazione digitale di strumenti finanziari nei registri distribuiti o l'emissione di categorie di attività tradizionali in formato tokenizzato per consentirne l'emissione, la custodia e il trasferimento in un registro distribuito»; cfr. il considerando 3 del regolamento DLT; cfr. anche «"strumento finanziario": qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'allegato I, compresi gli strumenti emessi mediante la tecnologia a registro distribuito» (articolo 4, paragrafo 1, punto 15), della MiFID II).

attività e prodotti analoghi siano soggetti alle stesse norme, indipendentemente dalla loro forma ⁽⁹⁾.

5.1 Classificazione delle crypto-attività come valori mobiliari

Classificazione come valori mobiliari – Orientamento 2

13. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero classificare le crypto-attività come valori mobiliari se queste ultime conferiscono ai loro possessori diritti equivalenti a quelli attribuiti da azioni, obbligazioni, altre forme di titoli diversi dai titoli di capitale o altri valori mobiliari di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 44), della direttiva MiFID II ⁽¹⁰⁾.
14. Una crypto-attività si dovrebbe classificare come strumento finanziario se rientra nella definizione di valore mobiliare di cui alla MiFID II ⁽¹¹⁾. In tal caso, le crypto-attività dovrebbero essere soggette esattamente alle stesse norme degli strumenti finanziari tradizionali, in linea con il principio della neutralità tecnologica. Si dovrebbe adottare un approccio che privilegi la sostanza sulla forma per determinare se una crypto-attività si classifichi come strumento finanziario.
15. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero pertanto considerare che una crypto-attività è classificabile come valore mobiliare quando soddisfa cumulativamente i tre criteri seguenti: i) non è uno strumento di pagamento; ii) appartiene a una «categoria di valori»; nonché iii) può essere negoziata nel mercato dei capitali.

i. Esclusione degli strumenti di pagamento

16. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero tenere presente che se una crypto-attività è conforme alla definizione di strumento di pagamento non dovrebbe essere classificata come un valore mobiliare ⁽¹²⁾.

⁽⁹⁾ Considerando (9) del MiCA.

⁽¹⁰⁾ L'articolo 4, paragrafo 1, punto 44, della MiFID II definisce i valori mobiliari come «categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziati nel mercato dei capitali», che includono azioni di società, obbligazioni e titoli di debito, nonché «qualsiasi altro valore mobiliare» che: i) permetta di acquisire o di vendere un valore mobiliare; o ii) «che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure». Questa definizione può comprendere opzioni, warrant e obbligazioni strutturate in cui l'interesse è legato a un qualsiasi strumento derivato (ad esempio, un indice azionario selezionato, un tasso di interesse, un altro derivato o una combinazione di derivati).

⁽¹¹⁾ Articolo 4, paragrafo 1, punto 44), della MiFID II.

⁽¹²⁾ Per maggiori dettagli sulla nozione di strumento di pagamento, cfr. gli orientamenti dell'ABE sull'esclusione relativa alle reti limitate a norma della direttiva relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, 24 febbraio 2022, EBA/GL/2022/02; è degno di nota, benché la MiFID II non fornisca tale definizione, che le ANC con una definizione nazionale di strumenti di pagamento abbiano recepito la definizione di cui all'articolo 4, paragrafo 14, della direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2015, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno; cfr. il parere dell'ESMA, allegato 1, *Legal qualification of crypto-assets – survey to NCAs* (Qualificazione giuridica delle crypto-attività – sondaggio presso le ANC), pag. 11.

17. La MiFID II non prevede alcuna definizione di «strumenti di pagamento»; una cripto-attività da classificarsi come tale dovrebbe essere considerata una cripto-attività utilizzata come mezzo di scambio ⁽¹³⁾. Se una cripto-attività dovesse presentare diverse componenti, tra cui quella di uno strumento di pagamento, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero condurre un'analisi caso per caso per determinare la classificazione più opportuna per tale cripto-attività.

ii. Categorie di valori

18. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero tenere conto degli indicatori seguenti per individuare se le cripto-attività costituiscano una «categoria»: i) le cripto-attività sono emesse dallo stesso emittente e ii) le cripto-attività sono intercambiabili ⁽¹⁴⁾, ossia consentono l'accesso agli stessi diritti (ad esempio diritti ai dividendi, diritti di voto sul processo decisionale dell'emittente, diritto a una parte delle attività della società o ai proventi della liquidazione). Se tutte le cripto-attività della stessa emissione rappresentano o conferiscono gli stessi diritti e obblighi e sono pertanto intercambiabili o se l'emissione comprende diverse categorie chiaramente identificabili di cripto-attività ⁽¹⁵⁾, il criterio del «requisito di categoria» si dovrebbe considerare soddisfatto. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero inoltre tenere presente che l'esistenza di categorie multiple di cripto-attività nell'ambito della stessa emissione non dovrebbe incidere di per sé sulla loro classificazione come parte di una categoria di valori, a condizione che ciascuna categoria conservi diritti e caratteristiche chiaramente definiti e distinguibili, come avviene comunemente con le emissioni di titoli tradizionali.

19. Un esempio di token appartenente a una categoria è uno scenario in cui i token sono intercambiabili e conferiscono ai possessori diritti equivalenti di voto e alla corresponsione di dividendi. Questa intercambiabilità implica che ogni token sia identico per tutti i possessori in termini di diritti e obblighi. In tali casi, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari possono ritenere che questi token soddisfino i criteri di appartenenza a una categoria.

20. Dopo aver valutato se la cripto-attività appartenga a una categoria, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero valutare se essa appartenga a una categoria di valori. A questo proposito, dovrebbero considerare che le categorie di valori di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 44), lettere da a) a c), della MiFID II costituiscono esempi di titoli che rientrano nella definizione di valori mobiliari. Per stabilire se una cripto-

⁽¹³⁾ Ad esempio, questa nozione comprende di solito metodi di pagamento liquidi quali assegni, cambiali e strumenti di pagamento diversi dai contanti, tra cui carte, bonifici bancari, addebiti diretti e moneta elettronica.

⁽¹⁴⁾ L'idea consiste nell'escludere cripto-attività che siano uniche o siano state personalizzate per un investitore in particolare (per esempio NFT).

⁽¹⁵⁾ Con ciascuna categoria intercambiabile.

attività conferisca diritti su titoli, le ANC dovrebbero valutare se i diritti attribuiti dalle cripto-attività siano equivalenti a quelli di norma attribuiti da un tipo specifico di valore mobiliare.

21. A titolo esemplificativo, le cripto-attività che rappresentino una posizione di proprietà nel capitale di una società e conferiscano ai loro possessori diritti equivalenti a quelli conferiti dalle azioni (per esempio la partecipazione in una società, il diritto di voto in merito a talune decisioni della società, i diritti ai dividendi, i diritti ai proventi della liquidazione della società) dovrebbero essere classificate come titoli che presentano caratteristiche proprie delle azioni ⁽¹⁶⁾.
22. Inoltre, dovrebbe essere eseguita una valutazione tra le cripto-attività che conferiscono diritti di voto di norma associati alle azioni (per esempio, diritti di voto sul processo decisionale della società) e quelle che conferiscono diritti di governance maggiormente connessi a decisioni tecniche e/o operative e che non forniscono ai possessori la possibilità di influire in alcun modo su questioni di governance societaria. Per esempio, le cripto-attività che attribuiscono diritti di voto sul processo decisionale della società, consentendo ai possessori di partecipare alle decisioni di governance societaria (quali l'elezione dei membri del consiglio di amministrazione, l'approvazione di fusioni e acquisizioni), dovrebbero essere considerate come tali da conferire diritti di voto equivalenti alle azioni. Al contrario, le cripto-attività che attribuiscono diritti di governance esclusivamente in merito a questioni tecniche e/o modifiche operative, quali gli aggiornamenti dei protocolli e gli adeguamenti delle commissioni, senza concedere ai possessori alcuna possibilità di influire in alcun modo sulle decisioni di governance societaria, non dovrebbero conferire diritti equivalenti alle azioni e dovrebbero essere distinte dai titoli che attribuiscono agli azionisti poteri tradizionali.
23. Ne sono un esempio le cripto-attività progettate come utility token nell'ambito di un ecosistema specifico, come i token utilizzati per accedere a servizi, quelli che offrono ai possessori l'accesso a contenuti premium su una piattaforma di videogiochi o sconti su acquisti futuri (per esempio, commissioni di transazione ridotte o accesso prioritario a nuovi prodotti). In tal caso, se non forniscono rendimenti finanziari paragonabili a quelli degli strumenti finanziari (per esempio pagamenti di dividendi o interessi) e sono privi dell'elemento dell'appartenenza a una categoria di valori, i token non dovrebbero essere considerati valori mobiliari. Questo ragionamento varrebbe anche nel caso in cui tali token fossero acquistati da investitori con l'aspettativa di un profitto derivante dal loro potenziale incremento di valore.
24. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero inoltre tenere conto che, quando i token replicano la performance di una o più attività sottostanti e conferiscono ai possessori diritti assimilabili a quelli derivanti dall'acquisto o dalla vendita di valori mobiliari (come il diritto di acquisire azioni, obbligazioni o valori mobiliari analoghi), ciò

⁽¹⁶⁾ Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero considerare che il termine «azione» non è definito dal diritto dell'UE. Di conseguenza, gli Stati membri interpretano tale concetto in modi diversi; in alcuni casi, è possibile che le azioni non prevedano diritti ai dividendi né di voto (come nel caso delle azioni privilegiate), ma siano comunque considerate azioni.

dovrebbe essere considerato un forte indicatore del fatto che i token in questione conferiscono diritti equivalenti a quelli dei titoli e sono quindi classificabili tra i valori mobiliari se appartengono a una categoria e sono negoziabili. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero inoltre valutare se token di questo tipo comportino un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure.

25. In merito alla categoria delle «obbligazioni e altri titoli di debito» ⁽¹⁷⁾, a condizione che tali strumenti siano negoziabili sul mercato dei capitali, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero tenere presente che le cripto-attività che rappresentino un debito simile a un debito pecuniario, come nel caso di una parte di un prestito che l'emittente deve rimborsare al possessore di cripto-attività, dovrebbero essere considerate titoli che presentano caratteristiche specifiche delle obbligazioni. Lo stesso vale per un debito che sia incorporato in un titolo, ad esclusione delle obbligazioni o degli strumenti del mercato monetario.
26. A titolo di esempio, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari possono prendere in considerazione il caso di una società emittente cripto-attività che riconoscono ai loro possessori pagamenti periodici di interessi e/o la promessa di rimborso del capitale a una data prestabilita. I token di questo tipo dovrebbero essere considerati come appartenenti a una categoria di valori simile alle obbligazioni in ragione delle loro caratteristiche rappresentative del debito.
27. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero prendere in considerazione il fatto che tali attività possano anche rientrare nell'ambito di qualsiasi «altro valore mobiliare», come indicato all'articolo 4, paragrafo 1, punto 44), lettera c), della MiFID II, che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure.

iii. Negoziabilità sul mercato dei capitali

28. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero stabilire se la cripto-attività sia liberamente negoziabile sul mercato dei capitali ⁽¹⁸⁾. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero pertanto considerare che, se talune restrizioni intrinseche al trasferimento impediscono la negoziazione di una cripto-attività, quest'ultima non è un valore mobiliare.

⁽¹⁷⁾ Articolo 4, paragrafo 1, punto 44), lettera b), della MiFID II.

⁽¹⁸⁾ Il riferimento ai «mercati dei capitali» non è definito, ma come concetto è volutamente ampio per ricomprendere qualsiasi contesto in cui si incontrano interessi di acquisto e di vendita di titoli, e non limita l'ambito di applicazione ai titoli quotati o negoziati su mercati regolamentati; cfr. le domande e risposte pubblicate dalla Commissione in merito alla direttiva 2004/39/CE (MiFID).

29. Una cripto-attività dovrebbe essere ritenuta negoziabile quando può essere trasferita o scambiata liberamente ⁽¹⁹⁾. La possibilità astratta di essere trasferita o scambiata dovrebbe essere considerata sufficiente, anche se non esiste un mercato specifico per il prodotto o anche se è previsto un periodo di attesa (*lock-up*) temporaneo. Sembra che il requisito di negoziabilità di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 44), della MiFID II sia soddisfatto dalla maggior parte delle cripto-attività, poiché la DLT permette di trasferire la proprietà dal venditore all'acquirente.
30. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero inoltre tenere in conto che una cripto-attività può essere concepita per non consentire alcun trasferimento sui mercati dei capitali. Si possono imporre alcune restrizioni alla negoziabilità per non consentire ai possessori di negoziare e/o trasferire cripto-attività a una persona diversa dall'emittente. Per quanto riguarda eventuali restrizioni al trasferimento di cripto-attività, esse si devono valutare caso per caso, poiché la natura e l'impatto della restrizione potrebbero essere sufficienti per rendere lo strumento non negoziabile ⁽²⁰⁾. Analogamente, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero tenere conto anche di altre restrizioni che possono sussistere e che non impediscono che una cripto-attività sia negoziabile (per esempio, trasferimenti limitati agli investitori presenti in una *whitelist*, restrizioni alla vendita per un determinato periodo di tempo, *lock-up*, limitazioni per paesi specifici).
31. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero interpretare in senso ampio la nozione di mercato dei capitali, ivi compresi tutti i contesti in cui si incontrano interessi di acquisto e di vendita di titoli, e valutare nel contempo le differenze tra le sedi di negoziazione tradizionali e le piattaforme di negoziazione per le cripto-attività. In generale, per mercati dei capitali si intendono sedi di negoziazione in cui i risparmi e gli investimenti sono convogliati tra acquirenti che intendono investire in un'attività e venditori che necessitano di capitale a fronte delle loro attività. Di conseguenza, se le cripto-attività possono essere negoziate su una piattaforma di negoziazione equivalente a una piattaforma di negoziazione ai sensi della MiFID, ciò dovrebbe costituire un elemento determinante a favore della loro negoziabilità su un mercato di capitali. Il fatto che una cripto-attività sia negoziata

⁽¹⁹⁾ I valori mobiliari dovrebbero essere considerati «liberamente negoziabili» solo se prima dell'ammissione alla negoziazione non sussistono restrizioni che impediscano il trasferimento delle cripto-attività in modo tale da ostacolare «la creazione di un mercato equo, ordinato ed efficiente» (cfr. il considerando (1) del regolamento delegato (UE) 2017/568 della Commissione, del 24 maggio 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative all'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione su mercati regolamentati). Pertanto, l'obbligo per gli investitori di essere, per esempio, inseriti in una *whitelist* non dovrebbe di per sé impedire la classificazione di una cripto-attività come valore mobiliare, da valutare caso per caso (cfr. il paragrafo 29).

⁽²⁰⁾ È possibile che le restrizioni imposte dagli emittenti limitino potenzialmente la trasferibilità delle cripto-attività in vari modi. I trasferimenti *time-locked* possono limitare la cessione dell'attività per un periodo specifico, impedendo le transazioni prima di una data o di un determinato evento. Le restrizioni geografiche limitano i trasferimenti a determinate regioni o giurisdizioni, spesso ai fini dell'osservanza delle normative locali. Restrizioni tecniche, quali clausole di salvaguardia contrattuali, possono essere condizioni specifiche codificate nel contratto smart, che possono richiedere il soddisfacimento di determinati criteri (per esempio periodi di detenzione, vincoli d'uso) prima che i trasferimenti siano autorizzati. In ogni caso, tali restrizioni dovrebbero essere valutate caso per caso.

su piattaforme di negoziazione online può costituire un indicatore della loro negoziabilità, ma non equivale necessariamente alla nozione di mercato dei capitali.

32. Pertanto, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero considerare che i criteri affidabili per classificare una crypto-attività come valore mobiliare potrebbero includere: i) trasferibilità e intercambiabilità (negoziabilità e appartenenza a una categoria); ii) possesso di diritti assimilabili ai diritti di altri titoli. Basandosi sulla definizione di valori mobiliari contenuta nella MiFID II, tutti i criteri summenzionati devono essere soddisfatti affinché le crypto-attività possano essere classificate come valori mobiliari.

5.2 Classificazione come strumenti finanziari di altro tipo

Classificazione come strumenti del mercato monetario – Orientamento 3

33. Per essere classificate come strumenti del mercato monetario secondo la definizione dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 17), della MiFID II, le crypto-attività dovrebbero essere una categoria di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario, ad esclusione degli strumenti di pagamento.
34. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero valutare se le crypto-attività possiedano caratteristiche simili ai buoni del tesoro, ai certificati di deposito e alle carte commerciali (per esempio rappresentano il certificato di un saldo attivo). Questi strumenti rappresentano di norma titoli obbligazionari negoziabili a breve termine emessi da governi, istituti di credito o società per raccogliere fondi sul mercato monetario⁽²¹⁾. In particolare, i certificati di deposito sono strumenti trasferibili che costituiscono titoli obbligazionari a breve termine. Di conseguenza, tali crypto-attività dovrebbero presentare caratteristiche analoghe, incluso l'obbligo di rimborsare un saldo attivo, pur senza essere assimilabili ai depositi bancari standard ai sensi della direttiva 2014/49/UE. Questa distinzione garantisce che solo gli strumenti conformi ai criteri necessari per gli strumenti del mercato monetario siano trattati come tali.
35. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero tenere conto del fatto che gli strumenti del mercato monetario sono noti per i loro brevi periodi di scadenza⁽²²⁾. Per essere considerata uno strumento del mercato monetario ai sensi della MiFID II, una crypto-attività dovrebbe pertanto presentare, tra l'altro, una vita prestabilita o residua o una vita fino alla data di estinzione, come previsto dal regolamento FCM. Questo criterio garantisce l'allineamento con la caratteristica fondamentale degli strumenti del

⁽²¹⁾ «Tra gli strumenti del mercato monetario rientrano i valori mobiliari negoziati di norma sul mercato monetario, tra cui buoni del Tesoro e degli enti locali, certificati di deposito, *commercial paper* (cambiali finanziarie), accettazioni bancarie o *medium o short-term notes*. Gli strumenti del mercato monetario dovrebbero essere ammessi a costituire investimenti dell'FCM solo se rispettano i limiti di scadenza e sono considerati da un FCM di elevata qualità creditizia» [cfr. il considerando 21 del regolamento (UE) 2017/1131 sui fondi comuni monetari (regolamento FCM)].

⁽²²⁾ Per esempio, anche se sono non validi per tutti gli strumenti del mercato monetario, brevi periodi di durata all'emissione o una durata residua massima di 397 giorni, come indicato nell'articolo 3 della direttiva 2007/16/CE della Commissione.

mercato monetario, ossia la loro breve durata. Alcune piattaforme offrono conti di risparmio a breve termine per cripto-attività che mirano a mantenere un valore stabile (cripto-attività ancorate ad attività stabili come l'euro o il dollaro statunitense). Se questi strumenti di risparmio avessero una durata breve e offrissero rendimenti agli utenti, questa caratteristica potrebbe essere ritenuta analoga a quella dei tradizionali strumenti del mercato monetario.

36. A titolo esemplificativo, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari possono prendere in considerazione uno scenario in cui una società emetta una cripto-attività negoziata su una piattaforma per erogare prestiti a breve termine agli utenti, senza che si tratti di uno strumento di pagamento, bensì di un token negoziabile all'interno del mercato monetario. Tale cripto-attività rappresenta un certificato di saldo attivo, rimborsabile da parte del mutuatario comprensivo degli interessi alla scadenza di un periodo di breve termine. Benché il valore del token sia ancorato all'euro per mantenere la stabilità, il suo prezzo può fluttuare leggermente per rispecchiare gli interessi maturati durante il periodo di prestito, restando comunque determinabile con precisione in qualsiasi momento. Qualora questi criteri siano soddisfatti congiuntamente, la cripto-attività in questione, proprio per tali caratteristiche, dovrebbe essere considerata assimilabile a un titolo obbligazionario a breve termine destinato a finalità di finanziamento e investimento; di conseguenza, qualora vengano rispettate anche ulteriori caratteristiche, dovrebbe essere considerata uno strumento del mercato monetario.

Classificazione come quote di organismi di investimento collettivo – Orientamento 4

37. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero considerare che, al fine di classificare una cripto-attività come quota di un organismo di investimento collettivo (OIC), il progetto connesso alla cripto-attività dovrebbe coinvolgere collettivamente: i) l'aggregazione di capitali provenienti da un certo numero di investitori; ii) la finalità di investire questi capitali conformemente a una politica di investimento predeterminata; e iii) l'obiettivo di generare un rendimento aggregato a vantaggio dei suddetti investitori ⁽²³⁾. Occorre osservare che la classificazione come OIC non dipende dal fatto che i partecipanti apportino al patrimonio collettivo valuta fiduciaria, equivalente in contanti o cripto-attività.
38. Per esempio, dovrebbe essere considerata una quota di un OIC una cripto-attività che consenta ai possessori di i) investire in fondi di investimento digitali, in virtù dei quali i possessori hanno diritto a una quota proporzionale dei rendimenti generati dal portafoglio gestito, senza alcuna partecipazione alla governance per quanto riguarda le strategie di investimento (ad esempio non sono conferiti diritti di voto) e ii) riscattare i token per una quota del valore del portafoglio.
39. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero inoltre valutare se i possessori di token (intesi come gruppo collettivo) abbiano la discrezionalità o il

⁽²³⁾ Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFIA, 13 agosto 2013, ESMA/2013/611, paragrafo 12.

controllo su base giornaliera ⁽²⁴⁾ su questioni operative che riguardano la gestione quotidiana delle attività incluse nel patrimonio collettivo. In caso affermativo, è probabile che la cripto-attività non sia classificata come organismo di investimento collettivo. In tale contesto, non è importante se le decisioni siano adottate da esseri umani, codici/algoritmi o contratti smart, purché tali decisioni siano rigorosamente conformi alla politica di investimento stabilita.

40. Per esempio, un token ricevuto nell'ambito di un servizio di staking liquido (ossia nel caso in cui gli utenti deleghino a un fornitore di servizi di staking i propri token/diritti di governance connessi a tali token) potrebbe essere considerato rappresentativo di una quota dei premi di staking generati dalle attività aggregate in pool per lo staking/dai diritti di governance. Tuttavia, in assenza di una gestione collettiva da parte di terzi conforme a una politica di investimento predefinita, che preveda ad esempio il mantenimento di un controllo quotidiano degli utenti sui rispettivi token utilizzati per lo staking e la possibilità per loro di negoziarli liberamente ⁽²⁵⁾, di norma tali cripto-attività non dovrebbero essere considerate dalle autorità nazionali competenti e dai partecipanti ai mercati finanziari come quote di un organismo di investimento collettivo.
41. Benché alcuni sistemi possano prevedere obblighi di diversificazione, il possesso di un portafoglio diversificato non rappresenta un criterio di classificazione. Allo stesso modo, la liquidità delle attività investite o delle quote emesse dall'impresa non costituisce un criterio di classificazione come organismo di investimento collettivo. Per essere classificata come quota di un OIC, una cripto-attività dovrebbe avere lo scopo di fornire agli investitori un rendimento aggregato, che è generato dal rischio condiviso che deriva dall'acquisto, dalla detenzione o dalla vendita delle attività di investimento sottostanti. Tali criteri garantiscono il diritto degli investitori a una quota dei profitti o delle perdite in ragione della loro partecipazione.
42. Per essere qualificata come quota o azione di un fondo di investimento alternativo, una cripto-attività dovrebbe servire come strumento per la raccolta di capitali da una pluralità di investitori, con l'obiettivo di effettuare investimenti in linea con una politica di investimento predeterminata, a beneficio di tali investitori ⁽²⁶⁾. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero valutare attentamente, in particolare, se la cripto-attività preveda una politica di investimento predeterminata, considerando i criteri stabiliti negli orientamenti dell'ESMA sui concetti chiave della direttiva GEFIA ⁽²⁷⁾.

⁽²⁴⁾ Ibidem.

⁽²⁵⁾ Per «liberamente» si intende qui la capacità di trasferire o negoziare token senza limitazioni significative, a esclusione dei requisiti operativi necessari, comuni nell'ambito dei servizi di staking liquido, e dovuti all'utilizzo della tecnologia a registro distribuito (DLT), come ad esempio il periodo di blocco della durata di 24-48 ore.

⁽²⁶⁾ Senza richiedere un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5 della direttiva OICVM. Cfr. l'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), punto ii), della direttiva GEFIA.

⁽²⁷⁾ Sezione IV del documento ESMA/2013/611.

43. Un altro aspetto chiave da considerare è lo scopo commerciale o industriale generale del progetto connesso alle cripto-attività⁽²⁸⁾. Affinché l'emittente di una cripto-attività possa essere classificato come organismo di investimento collettivo, il progetto connesso alla cripto-attività non dovrebbe avere uno scopo commerciale o industriale generale.

Classificazione come contratti derivati – Orientamento 5

44. In relazione ai derivati e alle cripto-attività, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero distinguere due situazioni. La prima situazione, non prevista dal MiCA, si verifica quando le cripto-attività fungono da attività sottostante per i derivati. La seconda situazione è quella in cui le cripto-attività stesse possono essere classificate come derivati.

45. Per quanto concerne la prima situazione, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero considerare la possibilità che le cripto-attività siano attività sottostanti ammissibili nei contratti derivati. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero garantire che il loro approccio alla valutazione di tali derivati sia in linea con le categorie specificate nell'allegato I, sezione C, punti da 4) a 10), della MiFID II.

46. Per esempio, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari potrebbero considerare il caso di una cripto-attività progettata come accordo di vendita prestabilito in cui una parte si impegna ad acquistare una determinata quantità di cripto-attività specifiche in una data futura a un prezzo prestabilito⁽²⁹⁾. I diritti connessi alla cripto-attività comprenderebbero l'obbligo di consegnare le cripto-attività alla data e al prezzo concordati, indipendentemente dal prezzo di mercato in tale data futura, o di pagare la differenza tra il prezzo concordato e quello di mercato. A seconda delle circostanze, un contratto di questa natura, che prevede un impegno futuro e il cui valore è determinato in funzione del prezzo della criptovaluta sottostante, potrebbe presentare le caratteristiche proprie di un contratto derivato.

47. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero inoltre considerare la natura sui generis dei future perpetui, strumenti derivati che non hanno una data di scadenza o di regolamento. A differenza dei contratti future tradizionali, quelli perpetui sono concepiti per fornire un'esposizione continua all'attività sottostante, eliminando la necessità di rinnovi periodici. Pur presentando una struttura peculiare, i future perpetui dovrebbero essere considerati contratti derivati, in quanto comportano un accordo tra le parti per scambiare la performance di un'attività sottostante nel tempo, con un valore determinato

⁽²⁸⁾ Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFIA, 13 agosto 2013, ESMA/2013/611, paragrafi 29 e 31. La nozione di scopo commerciale o industriale generale può essere definita come «il perseguimento di una strategia imprenditoriale caratterizzata da elementi quali lo svolgimento in modo prevalente di i) un'attività commerciale, che comprenda l'acquisto, la vendita e/o lo scambio di beni e merci e/o la fornitura di servizi non finanziari, o ii) un'attività industriale, che comprenda la produzione di beni o la costruzione di proprietà, oppure iii) una combinazione delle due attività summenzionate».

⁽²⁹⁾ A condizione che tali accordi non rientrino nell'ambito di operazioni del mercato primario o di altre vendite prestabilite che non siano classificate come derivati ai sensi della MiFID II.

dalle variazioni di prezzo di tale attività. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero perciò garantire che i future perpetui tokenizzati siano valutati in base ai criteri stabiliti nell'allegato I, sezione C, punti da 4) a 10), della MiFID II, riconoscendo la loro crescente importanza sui mercati delle crypto-attività.

48. Per quanto concerne la seconda situazione, in merito alle condizioni e ai criteri che le crypto-attività dovrebbero soddisfare per essere considerate contratti derivati, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero, nell'ambito della loro valutazione, verificare se: i) i diritti dei possessori di crypto-attività siano subordinati a un contratto basato su un impegno futuro (che può essere un forward, un'opzione, uno swap o un future), che determini uno scarto temporale tra la conclusione e l'esecuzione delle obbligazioni previste da tale contratto; ii) il valore della crypto-attività derivi da quello di un'attività sottostante⁽³⁰⁾ e iii) osservi le modalità di regolamento di cui all'allegato I, sezione C, punti da 4) a 10), della MiFID II.
49. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero accertare che le crypto-attività abbiano un punto di riferimento sottostante, come ad esempio tassi, indici o strumenti pertinenti conformemente all'allegato I, sezione C, punti da 4) a 10), della direttiva MiFID II. A tal fine, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero considerare l'elenco di cui all'allegato I, sezione C, punti da 4) a 10), della MiFID II, nonché tutti i testi correlati di livello 2⁽³¹⁾, ed esaminare attentamente se la crypto-attività in questione includa gli elementi ivi menzionati. Il sottostante è la base per determinare il valore o il guadagno del derivato. Il valore della crypto-attività dovrebbe altresì dipendere dalle variazioni del valore dell'attività di riferimento sottostante. Se una crypto-attività non basa il suo valore su attività sottostanti specifiche quali definite nella MiFID II, ma esiste in quanto crypto-attività a sé stante, questa dovrebbe essere distinta da un contratto derivato.
50. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero inoltre tenere in considerazione che, qualora il valore di un token sia determinato sulla base di attività di riserva, esso dovrebbe essere classificato come un token collegato ad attività ai sensi del MiCA e non uno strumento derivato. Per contro, quando il valore o la performance del token è stabilito facendo sinteticamente riferimento a un'altra attività, a un diritto o a una loro

⁽³⁰⁾ Per esempio, il sottostante è costituito da materie prime quali oro, petrolio o gas; il token è collegato a titoli, cambi, tassi, crediti o altri strumenti finanziari sottostanti; l'operazione prevede quote effettive di emissione europee o equivalenti quali riduzioni certificate delle emissioni; il legame del token con le variabili climatiche, i tassi di nolo, quelli di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali; la possibilità che il token rappresenti un accordo regolato in contanti sulla base della differenza tra i prezzi di negoziazione di apertura e chiusura, e che la struttura o l'utilizzo del token siano finalizzati principalmente a trasferire il rischio di credito.

⁽³¹⁾ Cfr. il regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva (GU L 87 del 31.3.2017, pag. 1). I partecipanti ai mercati finanziari e le autorità competenti sono invitati a prendere in considerazione anche domande e risposte e orientamenti, come ad esempio il documento *ESMA Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivatives topics* (Domande e risposte dell'ESMA su questioni relative ai derivati sulle materie prime ai sensi della MiFID II e del MiFIR), ESMA70-872942901-36, 23 settembre 2022; cfr. anche gli Orientamenti dell'ESMA sull'applicazione della sezione C, punti 6) e 7), dell'allegato I della MiFID II, ESMA-70-156-869, 5 giugno 2019.

combinazione, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero analizzare se il token debba essere considerato uno strumento finanziario.

51. Un esempio potrebbe essere quello di una società che emette una cripto-attività intesa a rispecchiare il valore di un'azione, di un'obbligazione o di un altro tipo di strumento finanziario (performance e/o ricavi generati). Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero valutare se questi token conferiscano un beneficio economico direttamente correlato a uno strumento finanziario (in modo simile a uno swap su titoli azionari cartolarizzati) e se debbano considerarsi uno strumento derivato.
52. A titolo di ulteriore esempio, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari potrebbero prendere in considerazione una cripto-attività progettata per replicare la performance di un indice composto da cripto-attività dei mercati emergenti; in questo esempio, la caratteristica principale della cripto-attività è quella di offrire al possessore i rendimenti di un indice specifico nel corso di un periodo definito. In un accordo di swap, due parti si impegnano a «scambiare» la performance di tale indice e le controparti ricevono o pagano rispettivamente la performance dell'indice a intervalli regolari. Se la cripto-attività rappresenta analogamente un'obbligazione a consegnare il valore equivalente dell'indice a una data futura, essa assume le caratteristiche di un contratto future. In questo esempio, il possessore guadagna o perde a seconda del valore dell'indice alla scadenza del contratto rispetto alla data dell'accordo iniziale. Questa configurazione, che stabilisce uno scarto temporale tra la conclusione e l'esecuzione del contratto e in base a cui il valore della cripto-attività dipende dalla performance dell'indice di nicchia, dovrebbe essere considerata conforme alle caratteristiche di un contratto derivato, a condizione che siano presenti gli altri elementi pertinenti di cui all'allegato I, sezione C, punti da 4) a 10), della MiFID II.
53. Un ulteriore esempio potrebbe essere una cripto-attività che rappresenta un'esposizione sintetica a un portafoglio di token. In tale esempio, la cripto-attività imita la performance di un portafoglio di token senza richiedere la proprietà diretta delle attività sottostanti. In una configurazione sintetica di prodotti negoziati in borsa, il possessore trae vantaggio dalla performance combinata del portafoglio, con le condizioni contrattuali che definiscono in modo specifico l'esposizione. Generalmente, una cripto-attività può essere progettata per generare rendimenti basati su specifiche metriche di performance e condizioni di durata, configurandosi così come uno strumento finanziario strutturato e commisurato alla performance dei token. L'esposizione sintetica significa che i rendimenti del possessore dipendono dalla performance futura dei token sottostanti, comportando uno scarto temporale tra l'avvio del contratto e la realizzazione di utili o perdite. Il valore della cripto-attività è direttamente legato alla performance combinata del portafoglio di token. Inoltre sono definiti i termini dell'esposizione sintetica, comprendenti le metriche di performance e di durata. Di conseguenza, tale cripto-attività dovrebbe essere considerata un contratto derivato, a condizione che siano presenti gli altri elementi pertinenti di cui all'allegato I, sezione C, punti da 4) a 10), della MiFID II.

54. Il modello di una cripto-attività, in cui una parte si impegna ad acquistare da una controparte una determinata quantità di cripto-attività a una data futura e a un prezzo predeterminato, dovrebbe verosimilmente essere considerato assimilabile a un contratto forward o future. Allo stesso modo, una cripto-attività che conferisca il diritto (ma non l'obbligo) di acquistare o vendere una specifica cripto-attività (incluso un utility token) a un prezzo prestabilito entro un determinato arco temporale, dovrebbe verosimilmente essere qualificata come un'opzione. Una cripto-attività potrebbe anche rappresentare contratti future per materie prime tradizionali come l'oro o il petrolio e quindi essere classificata come strumento finanziario se (in questo caso e in quelli precedenti) sono soddisfatte le condizioni di cui all'allegato I, sezione C, punti da 4) a 10), della MiFID II.
55. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero valutare attentamente se la forma di regolamento, in contanti o tramite cripto-attività, possa influire sulla classificazione generale fondamentale del prodotto (tra cripto-attività disciplinate ai sensi del MiCA e strumenti finanziari), nel caso in cui tutte le altre funzioni e caratteristiche intrinseche dei contratti derivati ai sensi della MiFID II siano soddisfatte da un prodotto. Fatta salva la necessaria valutazione caso per caso, per quanto il metodo di regolamento costituisca un aspetto importante, è improbabile che le caratteristiche generali del prodotto siano intrinsecamente alterate dal suddetto metodo.

Classificazione come quote di emissione – Orientamento 6

56. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero tenere in considerazione che, per essere classificata come quota di emissione, una cripto-attività dovrebbe rappresentare un diritto a emettere una determinata quantità di gas a effetto serra ed essere riconosciuta come conforme al sistema di scambio delle quote di emissione dell'UE. Si dovrebbe valutare anche la capacità delle cripto-attività di essere scambiate, gestite e utilizzate come quote di emissione convenzionali nell'ambito dei sistemi esistenti di scambio delle quote di emissione.
57. Le cripto-attività negoziabili che rappresentano una quota di emissione verificabile e riconosciuta conforme ai requisiti della direttiva 2003/87/CE⁽³²⁾ (o un numero prestabilito di quote) dovrebbero rientrare nell'ambito di applicazione della MiFID II.
58. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero tenere presente che le cripto-attività dovrebbero essere riconosciute conformi ai requisiti della direttiva 2003/87/CE; ne consegue che, per essere classificata come quota di emissione, una cripto-attività dovrebbe idealmente essere legata a tali unità riconosciute o rappresentarle. Un'emissione di cripto-attività non riconosciuta da uno Stato membro né organizzata dalla

⁽³²⁾ Ai sensi dell'articolo 3, lettere a) e b), della direttiva 2003/87/CE, si intende per «quota di emissioni», il diritto di emettere una tonnellata di biossido di carbonio equivalente per un periodo determinato, valido unicamente per rispettare le disposizioni della presente direttiva e cedibile conformemente alla medesima», e per «emissioni», il rilascio di gas a effetto serra a partire da fonti situate in un impianto».

Commissione europea potrebbe essere considerata un credito di carbonio volontario, esulando quindi dalla definizione di strumento finanziario.

59. Affinché una cripto-attività possa essere qualificata come quota di emissione, essa dovrebbe conferire in modo chiaro un diritto relativo alle emissioni, come il permesso di emettere una quantità determinata di gas a effetto serra o la possibilità di essere utilizzata come compensazione riconosciuta per tali emissioni. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero considerare, nella loro valutazione, se le società e le organizzazioni possano avvalersi di tale cripto-attività per adempiere agli obblighi giuridici connessi alla riduzione delle emissioni di carbonio. La cripto-attività dovrebbe inoltre essere negoziabile su piattaforme di terzi o in condizioni di essere negoziata.
60. Andrebbe sottolineato che le quote di emissione si distinguono in modo sostanziale dalla maggior parte delle cripto-attività attualmente presenti sul mercato, le quali generalmente rappresentano una riserva di valore, una partecipazione a un progetto o un diritto di accesso a un servizio.

5.3 Informazioni generali sulla nozione di cripto-attività

Classificazione come cripto-attività – Orientamento 7

61. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero considerare se la cripto-attività sia una rappresentazione digitale di valori o di diritti che si possano trasferire e conservare tramite una DLT, nonché se tali valori o diritti rappresentino un diritto nei confronti dell'emittente e/o di un soggetto da questi designato. Si dovrebbe tenere conto della natura del trasferimento elettronico e della conservazione delle cripto-attività, considerando l'impiego della DLT o di tecnologie analoghe.
62. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero tenere presente che, sebbene un utility token possa includere diritti di governance (cripto-attività di governance), esso non dovrebbe replicare i diritti propri degli strumenti finanziari, a partire da quelli associati ai valori mobiliari ai sensi della MiFID II ⁽³³⁾. Lo stesso vale per le cripto-attività con un'aspettativa di profitti. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero pertanto considerare che tale aspettativa di un profitto futuro non basterebbe di per sé per qualificare una cripto-attività come strumento finanziario ai sensi della MiFID II ⁽³⁴⁾.

⁽³³⁾ Articolo 4, paragrafo 1, punto 44), della MiFID II. In ogni caso, come spiegato in precedenza, la classificazione come strumento finanziario si deve effettuare valutando tutte le caratteristiche/peculiarità dello strumento finanziario pertinente di cui alla MiFID II.

⁽³⁴⁾ A differenza delle azioni tradizionali, un utility token non dovrebbe conferire né diritti finanziari collegati agli utili, al capitale o ai residui di liquidazione di una società – rappresentando quindi una posizione di proprietà nel capitale della società (per esempio una quota di partecipazione al suo capitale azionario) – né diritti di voto che consentano all'investitore di partecipare al processo

63. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero tenere presente che le cripto-attività non trasferibili ad altri possessori e accettate solo dall'emittente o dall'offerente non rientrano nell'ambito di applicazione del MiCA ⁽³⁵⁾. Lo stesso vale per le cripto-attività che sono uniche e non fungibili con altre cripto-attività ⁽³⁶⁾.
64. I presenti orientamenti non pretendono di specificare tutti i tipi di cripto-attività che non rientrano nell'ambito di applicazione del MiCA e che sono elencati all'articolo 2, paragrafo 4, di tale regolamento. Tuttavia, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero effettuare, nell'ambito della loro valutazione, un accertamento per stabilire se una cripto-attività si qualifichi come uno o più degli strumenti elencati all'articolo 2, paragrafo 4, del MiCA e valutarne l'eventuale somiglianza con gli strumenti finanziari.

Cripto-attività uniche e non fungibili con altre cripto-attività (NFT) – Orientamento 8

65. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero tenere presente che le cripto-attività uniche e non fungibili con altre cripto-attività non rientrano nell'ambito di applicazione del MiCA (per esempio l'arte digitale, gli oggetti da collezione e i token che rappresentano servizi unici o beni materiali, come le garanzie di prodotti o i beni immobili).
66. Inoltre, indipendentemente dalle esenzioni previste dal MiCA, se gli NFT soddisfano i criteri degli strumenti finanziari saranno soggetti alla MiFID II e ad altri regolamenti pertinenti dell'UE. Lo stesso principio si applica se gli NFT sono qualificabili nell'ambito di altri quadri normativi.
67. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero considerare che, per essere unici, i NFT dovrebbero essere considerati non sostituibili. Dovrebbero presentare caratteristiche e/o conferire diritti chiaramente distinti rispetto alle altre cripto-attività emesse dallo stesso (o da qualsiasi altro) emittente. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari non dovrebbero basare la classificazione di una cripto-attività come unica e non fungibile esclusivamente sulle sue specificità tecniche, come l'attribuzione di un identificativo unico o l'utilizzo di caratteristiche tecniche e standard specifici.
68. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero valutare se un'attività sia unica e non fungibile in base a una serie di indicatori pertinenti connessi agli NFT, quali (ma non solo): valore intrinseco e rarità (considerando, per esempio, se la cripto-attività possieda caratteristiche uniche che contribuiscono al suo valore intrinseco e alla sua rarità, rendendola distinta da altre attività); utilità e funzionalità (per esempio, utilità o

decisionale della società (per esempio un token che conferisce il diritto di voto su questioni inerenti all'elaborazione delle politiche societarie).

⁽³⁵⁾ Cfr. il considerando (17) del MiCA.

⁽³⁶⁾ Articolo 2, paragrafo 3, del MiCA; cfr. anche il considerando (10) del medesimo regolamento.

funzionalità specifiche); proprietà e diritti (per esempio, diritti esclusivi di accesso o di utilizzo che sono unici per il possessore).

69. Nel valutare l'unicità di una cripto-attività, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero anche concentrarsi sulle caratteristiche che contribuiscono al suo valore distintivo. Se la valutazione di una cripto-attività deriva in gran parte dalla sua comparabilità con altre dotate di caratteristiche equivalenti che le rendono sostituibili, ciò non dovrebbe giustificare un'esenzione ai sensi del MiCA. Al contrario, se gli NFT derivano il loro valore dalle caratteristiche uniche che li contraddistinguono o dall'utilità specifica che offrono al possessore, pur essendo negoziabili e potenzialmente oggetto di speculazione, non dovrebbero essere considerati sostituibili, dal momento che il loro valore non è facilmente comparabile con quello di altre attività.
70. A tal fine, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari possono prendere in considerazione un «test del valore interdipendente» nel quadro della loro valutazione, al fine di classificare una cripto-attività come unica e non fungibile esaminando: i) se il valore della cripto-attività derivi principalmente dalle sue caratteristiche uniche e/o dall'utilità/dai benefici che offre al suo possessore (per esempio, un NFT specifico legato a un'opera d'arte digitale in edizione limitata di un artista famoso); ii) la misura in cui l'interconnessione di vari tipi di cripto-attività influisce sul loro valore reciproco in modo tale che l'NFT non possiede di per sé alcun valore decorrelato dagli altri NFT della serie o della raccolta (per esempio l'esistenza di un prezzo di negoziazione comune per una serie di token)⁽³⁷⁾; nonché iii) le caratteristiche uniche che distinguono queste cripto-attività da altre.
71. Si dovrebbe tenere conto della valutazione dell'unicità e della fungibilità nel contesto del MiCA indipendentemente dalla negoziabilità dell'attività sui mercati secondari. La possibilità di negoziare una cripto-attività su tali mercati non incide di per sé sulla sua classificazione come unica o meno ai sensi del MiCA.
72. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari non dovrebbero considerare automaticamente le frazioni di NFT (F-NFT) come unici e non fungibili⁽³⁸⁾. Nel quadro della loro valutazione, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero considerare: se le cripto-attività rappresentino una quota di proprietà parziale di un singolo token unico e non fungibile; se le parti frazionate, considerate separatamente, siano ritenute uniche e non fungibili; se tali parti frazionate condividano attributi o caratteristiche identiche; la possibilità, infine, di ricostruire la proprietà completa del token unico e non fungibile aggregando tutte le sue componenti frazionate.
73. Per esempio, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari possono prendere in considerazione una raccolta di NFT in cui uno di essi è frazionato in centinaia di

⁽³⁷⁾ Tale interconnessione può essere accentuata dalle dimensioni della serie o della raccolta cui appartengono gli NFT.

⁽³⁸⁾ Ibidem.

token più piccoli che rappresentano una parte dell'immagine NFT iniziale. Benché l'immagine NFT originale sia unica, è possibile che le frazioni di token non soddisfino individualmente i criteri di unicità e non fungibilità. Se tutte le parti frazionate possono essere ricombinate per ripristinare la piena proprietà di un NFT originale, ciò può indicare che le suddette parti frazionate non siano qualificabili autonomamente uniche e non fungibili ai sensi del MiCA.

Cripto-attività ibride – Orientamento 9

74. Nel determinare se una cripto-attività possieda caratteristiche ibride, le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero valutare innanzitutto la conformità della cripto-attività ai criteri di uno strumento finanziario. Se il token ibrido presenta caratteristiche proprie di uno strumento finanziario, tale natura dovrebbe prevalere ai fini della sua classificazione⁽³⁹⁾. Questa valutazione dovrebbe essere l'obiettivo principale prima di valutare la possibilità di classificazioni alternative, per esempio come utility token.
75. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero assegnare priorità alla valutazione delle caratteristiche intrinseche di una cripto-attività rispetto alle denominazioni attribuite dagli emittenti, in particolare per i token ibridi le cui funzioni o caratteristiche potrebbero evolversi nel corso del loro ciclo di vita, per determinare se combinino in modo equilibrato funzioni orientate all'investimento (per esempio rendimenti o rivalutazione del capitale) con finalità incentrate sull'utilità (per esempio la concessione di un accesso esclusivo a un servizio o a una piattaforma digitale).
76. Le autorità nazionali competenti e i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero considerare se la cripto-attività possieda una serie di caratteristiche che ne rendono complessa la classificazione (per esempio valutando se la cripto-attività svolga più ruoli o combini varie caratteristiche, quali aspetti di uno strumento finanziario, di pagamento e di utilità, nonché la misura in cui la compresenza di tali diverse peculiarità e funzioni contribuisce alla definizione complessiva della cripto-attività).

⁽³⁹⁾ Questo approccio è in linea con la formulazione del considerando (9) del MiCA, in cui si afferma espressamente che le cripto-attività qualificabili come strumenti finanziari esulano dall'ambito di applicazione del medesimo regolamento.