

La SEC fa dietrofront e approva il primo ETF su Bitcoin

di Benedetta Barmann - pubblicato su "www.irpa.eu" - Osservatorio sullo Stato digitale, 6 marzo 2024

Il 10 gennaio 2024 la Securities and Exchange Commission (SEC) ha approvato l'emissione e la quotazione su mercati regolamentati del primo spot exchange traded fund (ETF) su Bitcoin. Si tratta di una decisione senz'altro storica, in quanto – seppur con le tutele di un fondo – i Bitcoin fanno il loro ingresso sui mercati regolamentati come Wall Street, dopo esserne stati esclusi per lungo tempo a causa dei rischi di riciclaggio e frodi.

Il 10 gennaio 2024 la Securities and Exchange Commission (SEC) ha **approvato** l'emissione e la quotazione su mercati regolamentati del primo *spot exchange traded fund* (ETF) su Bitcoin. Tale decisione è stata da più parti considerata "**storica**" o valutata come una "**svolta**" per il mondo delle criptovalute, in quanto si tratta del primo caso in cui un fondo che utilizza come indice di riferimento la criptovaluta più famosa al mondo potrà essere scambiato sulle piattaforme 'ufficiali' come Wall Street.

Per comprendere la portata di questa decisione è necessario anzitutto chiarire cosa sia un *exchange traded fund*. Gli ETF sono fondi c.d. indicizzati o a gestione passiva, in quanto replicano indici che investono in un paniere di titoli quotati. Nel caso degli ETF su Bitcoin, essi seguono in poche parole l'andamento del Bitcoin. La novità consiste nel fatto che agli investitori è data ora la possibilità di trarre profitto dagli sviluppi del Bitcoin senza però investire direttamente il proprio denaro nella criptovaluta; in altri termini, essi potranno investire in un prodotto soggetto a regolamentazione e non nel Bitcoin, che non lo è.

L'avvenuta approvazione di questa tipologia di ETF segna un cambio di rotta della SEC, rispetto al passato, dove domande presentate da operatori di mercato volte a ottenere l'approvazione dell'emissione di un ETF su Bitcoin erano state rigettate. Cambio di rotta che, peraltro, sembrerebbe esser stato stimolato dalle vicende giudiziarie legate alle suddette domande. Come riportato nello stesso **statement** con cui il Presidente dell'Autorità, Gary Gensler, ha annunciato la decisione, la U.S. Court of Appeals del District of Columbia, adita da uno degli operatori che avevano richiesto l'approvazione dell'ETF, **ha stabilito** che la decisione con cui la SEC aveva rigettato le domande di quotazione è stata "arbitraria e capricciosa", non avendo rispettato il principio di diritto per cui "*agencies must treat like cases alike*". Secondo la Corte, infatti, non era chiara la *ratio* per cui un prodotto finanziario simile agli ETF in questione, ovvero un fondo con derivati su Bitcoin (Teucrium Bitcoin Futures Fund), avesse ricevuto **l'approvazione** da parte della Commissione nel 2022.

Ma in cosa consiste la valutazione che la SEC è chiamata a svolgere in presenza di richieste di quotazione? Prima dell'ammissione a quotazione di un nuovo prodotto, l'exchange è tenuta a richiedere all'Autorità di vigilanza "a rule change". In proposito, l'Exchange Act dispone che la SEC approva questa modifica se ritiene che "*such proposed rule change is consistent with the requirements*". I *requirements* a cui si fa

riferimento sono del pari contenuti nell'Exchange Act e prevedono che le regole di un mercato siano designate in modo tale, tra l'altro, da prevenire frodi e schemi manipolativi, da promuovere equi principi di negoziazione, eliminare gli ostacoli all'interno del mercato e tutelare gli investitori. Allo stesso tempo, tali regole devono impedire che si verifichi *“unfair discrimination between customers, issuers, brokers, or dealers, or to regulate ... matters not related to the ... administration of the exchange.”*

Nel caso della decisione del 2022 sui fondi su derivati su Bitcoin, la SEC aveva ritenuto che *“an exchange that lists bitcoin-based exchange-traded products (“ETPs”) can meet its obligations under Exchange Act Section 6(b)(5) by demonstrating that the exchange has a comprehensive surveillance-sharing agreement with a regulated market of significant size related to the underlying or reference bitcoin assets”*. I *surveillance-sharing agreement* sono, in poche parole, degli strumenti che consentono di identificare pratiche fraudolente o manipolative (*“provide a necessary deterrent to manipulation because they facilitate the availability of information needed to fully investigate a manipulation if it were to occur.”*). Con riferimento, invece, all'ETF su Bitcoin, la Commissione aveva reputato che lo stesso non era designato in maniera tale da assicurare questo tipo di prevenzione.

La Corte americana ha però 'cassato' questa decisione, ritenendo privo di una valida giustificazione il diverso trattamento riservato al fondo su derivati su Bitcoin rispetto all'ETF su Bitcoin.

L'ordine con cui la SEC ha modificato il proprio giudizio a seguito della pronuncia sopra richiamata ancora non è stato pubblicato. Sembra dal citato *statement* che l'Autorità abbia aderito all'approccio neutrale sostenuto dalla Corte distrettuale, affermando che *“The Commission is merit neutral and does not take a view on particular companies, investments, or the assets underlying an ETP. If the issuer of a security and the listing exchange comply with the Securities Act, the Exchange Act, and the Commission's rules, that issuer must be provided the same access to our regulated markets as anyone else.”*.

Questo non significa, come si è premurata la stessa SEC di sottolineare, che tale decisione sia in qualche modo segnaletica della volontà di garantire in futuro l'approvazione di quotazioni di cryptoattività come il Bitcoin. Certo è, però, che – seppur con la 'mediazione' di un fondo e limitatamente al mercato americano – i Bitcoin hanno fatto il proprio ingresso su mercati regolamentati, da cui sono stati per tanto tempo tenuti lontani proprio per l'elevato rischio ad essi associato, soprattutto di schemi fraudolenti e pratiche manipolative. Pone l'accento proprio su tali aspetti la *dissenting opinion* di un membro della Commissione, il quale ha osservato come in particolare la pratica manipolativa del *trade wash*, particolarmente diffusa nei mercati dei *criptoasset*, possa causare significativi danni agli investitori e, conseguentemente, minare la fiducia degli stessi nel corretto funzionamento del mercato. In senso contrario, **vi è chi invece ritiene** che la quotazione di ETF su Bitcoin sia una scelta che tuteli gli investitori, in quanto essi potranno fare affidamento su un prodotto regolamentato e più sicuro piuttosto che investire direttamente il proprio denaro nella criptovaluta, specie

considerando le gravi vicende che hanno caratterizzato negli ultimi tempi le relative piattaforme di exchange (si veda il **caso Binance**, la più grande piattaforma per lo scambio di criptovalute al mondo).

Si dovrà attendere qualche tempo per poter verificare se e in che misura l'accesso ai mercati regolamentati di questo tipo di prodotti finanziari abbia impatti negativi sul mercato. È probabile che a usufruire maggiormente in senso positivo della decisione della SEC sarà lo stesso Bitcoin, il cui valore potrebbe ragionevolmente accrescersi nei prossimi tempi.