

Ottobre 2020

Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari “crittografati”?

Raffaele Lener, Professore Ordinario di Diritto dei Mercati Finanziari, Università di Roma Tor Vergata; Salvatore L. Furnari, Dottorando di ricerca, Università di Roma Tor Vergata

Lo scorso 24 settembre 2020, la Commissione Europea ha pubblicato una proposta legislativa avente per oggetto l’emanazione di un Regolamento Europeo sui Mercati di Cripto-attività (“*Regulation on Markets in Crypto-assets*” o anche MiCA) ¹.

La Proposta è estremamente “ricca” e complessa. Cerchiamo nelle pagine che seguono di offrire prime valutazioni sui passaggi più critici per i futuri operatori in questo nuovo mercato.

1. Oggetto della proposta regolamentare

1. La definizione di cripto-attività

Ai sensi dell’art. 2, comma 1, della Proposta, il regolamento si applica agli *emittenti* di cripto-attività, nonché ai *prestatori di servizi in cripto-attività* nel territorio dell’Unione Europea.

Centrale per la definizione dell’ambito di applicazione della Proposta è la nozione di “cripto-attività”. L’art. 3, comma 1, n. 2), invero, ne fornisce una definizione abbastanza generica. Queste vengono definite come “*rappresentazioni digitali di valore o di diritti che possono essere trasferite o conservate elettronicamente utilizzando le distributed*

¹ La proposta originale recita precisamente “*Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937*”. La Proposta regolamentare, infatti, è stata resa disponibile esclusivamente in lingua inglese.

ledger technology o tecnologie similari”². Per ovviare alla vaghezza della definizione fornita, l’art. 2, comma 2, aiuta a delimitare oggettivamente l’ambito di applicazione della Proposta elencando una serie di “strumenti” ai quali la Proposta non trova applicazione pur potendo questi rientrare nella definizione di “cripto-attività”. In questo elenco rientrano: (i) gli strumenti finanziari, come definiti dalla Direttiva 2014/65/EU; (ii) la moneta elettronica, come definita dalla Direttiva Directive 2009/110/EC; (iii) i depositi, come definiti dalla Direttiva 2014/49/EU; (iv) i depositi strutturati, come definiti dalla Direttiva 2014/65/EU; e (v) le cartolarizzazioni, come definite dal Regolamento 2017/2402/EU.

Per definire con precisione l’ambito oggettivo di applicazione della Proposta diviene, allora, necessario leggere insieme (ma *per sottrazione*) l’art. 2, comma 2, e l’art. 3, comma 1, n. 2). Diventa così possibile definire una cripto-attività come una rappresentazione digitale di valore o di diritti che può essere trasferita o custodita elettronicamente usando la *Distributed Ledger Technology* (DLT) ma che non si qualifica come strumento finanziario, moneta elettronica (tranne che nei casi in cui questa non venga *tokenizzata*, come vedremo più avanti), deposito, deposito strutturato o cartolarizzazione.

Sembra, allora, che sulla base di quanto esplicitato dall’art. 2, comma 2, la Commissione voglia offrire una definizione di cripto-attività più *tecnica* che *giuridica*.

2. Categorie di cripto-attività

La Proposta provvedere a regolare in maniera specifica l’offerta di particolari categorie di cripto-attività. Queste sono sostanzialmente tre e, come si vedrà, nonostante il loro numero richiami la tripartizione tradizionale in criptovalute, *utility token* e *investment token*, la Proposta si discosta almeno parzialmente da questa classificazione.

Le tre categorie di cripto-attività individuate nella Proposta sono: gli “*utility token*”, gli “*asset-referenced token*”; e gli “*electronic money token*”.

Gli *utility token* vengono definiti come cripto-attività emesse allo scopo di fornire l’accesso digitale a un bene o a un servizio, disponibile su una rete DLT e accettate esclusivamente dall’emittente³.

Gli *asset-referenced token* (“**ART**”), vengono definiti come cripto-attività che mantengono stabile il proprio valore grazie al *collegamento* con il valore di valute aventi

² La definizione, nella lingua di pubblicazione della Proposta, recita “‘*crypto-asset*’ means a digital representation of value or rights which may be transferred and stored electronically, using distributed ledger technology or similar technology” [Art. 3, comma 1, n. 2)]

³ “‘*utility token*’ means a type of crypto-asset which is intended to provide digital access to a good or service, available on DLT, and is only accepted by the issuer of that token” [Art. 3, comma 1, n. 5)]

corso legale, panieri di beni, altre cripto-attività o da una combinazione di questi ⁴. Riprendendo le classificazioni tradizionali, sarebbe possibile far rientrare gli ART nella più conosciuta categoria delle *stablecoin*, ovvero criptovalute il cui valore è mantenuto “*stabile*” attraverso il riferimento a monete aventi valore legale, beni oppure grazie all’impiego di particolari algoritmi che ne gestiscono l’offerta e quindi il valore ⁵.

Infine, gli *e-money token* (“**EMT**”) vengono definiti come cripto-attività il cui scopo principale è quello di essere utilizzate per lo scambio di beni e servizi e che mirano comunque a mantenere fisso il proprio valore tramite un collegamento esclusivo con monete aventi corso legale ⁶. Anche gli EMT, quindi, possono essere considerati come una particolare tipologia di *stablecoin* (e quindi di criptovalute) il cui valore è esclusivamente collegato a una moneta avente corso legale. Il riferimento alla funzione di mezzo di scambio sembra quasi pleonastico considerando che quello di intermediare gli scambi sembrerebbe l’unico fine perseguibile da una cripto-attività il cui valore è stabilizzato con riferimento a una precisa moneta avente corso legale.

Confrontando la classificazione effettuata con quella tradizionale, non stupisce l’assenza della categoria degli *investment token*. Questa classificazione conferma, invece, il principio, definito già da tempo in dottrina o dalla giurisprudenza d’oltre oceano, secondo cui gli *investment token* sono strumenti finanziari a tutti gli effetti e a questa categoria si applica la relativa disciplina, senza alcuna deroga o “aggravio” regolamentare per il fatto che lo strumento finanziario sia rappresentato attraverso una cripto-attività.

Deve far riflettere, invece, il focus particolare dedicato alle criptovalute e, in particolare, alle c.d. *stablecoin*. La disciplina di dettaglio degli ART e degli EMT, infatti, come si vedrà, fa trasparire la preoccupazione che la diffusione di queste “monete digitali” possa attentare alla stabilità finanziaria o ai principi di sovranità monetaria dell’Unione.

Rispetto alla tradizionale tripartizione, quindi, la proposta ha mantenuto *solo il numero*, scegliendo di focalizzarsi su quelle tipologie di cripto-attività non coperte (come le criptovalute) o non coperte abbastanza (come gli *utility token*) da alcuna disciplina a livello europeo.

⁴ “*‘asset-referenced token’ means a type of crypto-asset that purports to maintain a stable value by referring to the value of several fiat currencies that are legal tender, one or several commodities or one or several crypto-assets, or a combination of such assets;*” [Art. 3, comma 1, n. 3)]

⁵ Per ulteriori dettagli sulle *stablecoin* si rimanda a DE BONIS R. e VANGELISTI M. I., *Moneta – Dai buoi di Omero ai Bitcoin*, Bologna, 2019, p. 155-156 e BOZZA F., *Criptovaluta e moneta: tutte le differenze*, FCHub.it, 2020.

⁶ “*‘electronic money token’ or ‘e-money token’ means a type of crypto-asset the main purpose of which is to be used as a means of exchange and that purports to maintain a stable value by referring to the value of a fiat currency that is legal tender*” [Art. 3, comma 1, n. 4)]

3. I servizi ricollegati all'utilizzo di cripto-attività

L'art. 3 fornisce anche una definizione di prestatore di servizi in cripto-attività⁷ nonché un preciso elenco di questi servizi⁸.

Si definiscono *prestatori di servizi in cripto-attività* i soggetti che esercitano, su base professionale uno o più fra i seguenti *servizi in cripto-attività*: servizi di custodia e amministrazione di cripto-attività per conto terzi; la gestione di piattaforme per lo scambio di cripto-attività; lo scambio di cripto-attività per altre cripto-attività o per moneta avente corso legale; l'esecuzione di ordini aventi a oggetto cripto-attività per conto terzi; la distribuzione di cripto-attività; la ricezione e trasmissioni di ordini aventi a oggetto cripto-attività per conto terzi; la consulenza su cripto-attività. La Proposta, inoltre, fornisce una precisa definizione per ognuno degli elencati servizi, oltre a dedicare il Titolo V, Capitolo 2, agli obblighi specifici cui sono soggetti i relativi prestatori. Definizioni queste che riprendono sostanzialmente la disciplina sulla prestazione dei servizi di investimento e che da questi si distinguono solo per l'oggetto, costituito, appunto, dalle cripto-attività.

2. Delimitazione soggettiva dell'ambito di applicazione

Anche da un punto di vista soggettivo, la Proposta utilizza la medesima tecnica “per sottrazione” utilizzata nella definizione del proprio ambito oggettivo di applicazione.

Il principio base è, infatti, quello secondo cui la disciplina si applica a tutti gli *emittenti* e ai *prestatori di servizi in cripto-attività* ma con le dovute eccezioni descritte dall'art. 2, commi dal 3 al 6. È possibile classificare queste eccezioni distinguendo fra soggetti *completamente* esclusi dalla disciplina e soggetti la cui esclusione è solo *parziale*.

Nel gruppo dei soggetti *completamente* esenti dalla disciplina, rientrano: la Banca Centrale Europea e le banche centrali nazionali quando queste agiscono nell'esercizio dei propri poteri; la Banca Europea degli Investimenti; il Meccanismo europeo di stabilità e il Fondo europeo di stabilità finanziaria; le organizzazioni internazionali.

All'intero del gruppo dei soggetti *parzialmente* esenti rientrano invece: gli istituti di credito e le società di investimento con le precisazioni che di seguito di esporranno; le imprese di assicurazione e riassicurazione nello svolgimento delle attività previste dalla Direttiva 2009/138/EC; i liquidatori o gli amministratori straordinari nello svolgimento delle attività di liquidazione per i quali sono stati nominati, tranne che nel caso in cui stiano attuando un piano di liquidazione di cui all'art. 42 della Proposta (di cui si tratterà nel paragrafo 5.3); nonché i soggetti che svolgono servizi in cripto-attività a favore di società collegate.

⁷ Art. 3, comma 1, n. 8

⁸ Art. 3, comma 1, n. 9

In particolare, con riferimento agli istituti di credito, questi non sono soggetti alla disciplina solo quando emettono ART oppure prestano uno o più servizi in cripto-attività. Nel primo caso, ad essi non si applica il Capitolo 1, Titolo III della Proposta che disciplina la procedura autorizzativa per l'emissione di ART, nonché l'art. 31 riguardante i requisiti patrimoniali dell'emittente. Nel secondo caso, le banche che prestano servizi in cripto-attività non sono tenute al rispetto delle previsioni di cui al Capitolo 1, Titolo V e dunque, anche in questo caso, alla procedura autorizzativa necessaria per la prestazione dei servizi, ad eccezione che per le regole di cui agli artt. 57 (iscrizione nel registro dei prestatori dei servizi in cripto-attività) e 58 (operatività transfrontaliera).

Le società di investimento, invece, sono tenute a rispettare le regole in materia di autorizzazione alla prestazione di servizi in cripto-attività (Capitolo 1, Titolo V) solo qualora offrano un servizio in cripto-attività in relazione al quale possiedono l'autorizzazione alla prestazione del servizio di investimento corrispondente⁹. Oltre alla disciplina prevista dagli artt. 57 e 58 prima richiamati, si applicano in ogni caso alle imprese di investimento le norme in materia di requisiti prudenziali (Art. 60) e organizzativi (Art. 61) previsti per i prestatori di servizi in cripto-attività.

3. Il contenuto della Proposta. L'offerta di cripto-attività

La Proposta può essere divisa concettualmente in tre sezioni. La prima parte (Titoli II, III e IV) si occupa delle offerte di cripto-attività, distinguendo fra l'offerta di *utility token*, quella di ART e quella di EMT. La seconda parte tratta dei prestatori dei servizi in cripto-attività (Titolo V). L'ultima della prevenzione di azioni di manipolazione del mercato (Titolo VI) e della disciplina dei poteri delle e dei rapporti fra le autorità competenti (Titolo VII).

La distinzione dell'offerta di cripto-attività sulla base della categoria oggetto di offerta acquisisce rilevanza in quanto le condizioni (soprattutto autorizzative) cui sono soggetti gli *emittenti* di cripto-attività variano a seconda che oggetto dell'offerta siano (i) ART¹⁰; (ii) EMT¹¹; oppure (iii) cripto-attività diverse da ART o EMT¹² (e quindi, sostanzialmente, *utility token*).

4. (segue) l'offerta di cripto-attività diverse dagli ART e gli EMT

1. Caratteristiche generali e procedimento d'offerta

Il primo tipo di offerta disciplinato dalla Proposta è quello che ha per oggetto le cripto-attività diverse dagli ART e gli EMT.

⁹ L'art. 2, comma 6, lettere da a) a f), della Proposta si occupa di effettuare essa stessa il confronto fra servizi in cripto-attività e servizi di investimento disciplinati dalla MiFID II.

¹⁰ Cui è dedicato l'intero Titolo III, ovvero gli Artt. 15-42

¹¹ Titolo IV, artt. 43-80

¹² Titolo II, artt. 4-14

In via preliminare si può osservare come questa categoria sia più ristretta di quanto si potrebbe dedurre dalla lettura della Proposta. Si deve infatti ritenere che fra le cripto-attività che non possono essere offerte con le modalità “semplificate”, di seguito descritte, vi siano anche i c.d. *investment token*, categoria questa dimenticata dalla Proposta regolamentare¹³.

Rientrano invece a pieno titolo in questa categoria gli *utility token*. In virtù della loro diffusione in questo settore, sembra corretto sin da ora ritenere che è questa la categoria che il Titolo II della proposta regolamentare intende disciplinare principalmente¹⁴.

È possibile, invece, dubitare che l'intera Proposta possa applicarsi alle criptovalute in senso proprio e quindi a Bitcoin o alle altre criptovalute in cui non è possibile identificare un emittente o comunque un soggetto che abbia realizzato o promosso il relativo progetto. Di ciò si ha conferma dalla lettura dell'art. 4, comma 2, della Proposta all'interno del quale, fra le esenzioni dalla pubblicazione di un *white paper*, rientra il caso in cui la cripto-attività in questione sia solo il risultato di una attività di *mining* ovvero sia attribuita automaticamente ai soggetti che si occupano di sostenere una infrastruttura di rete DLT detenendo una copia del registro distribuito e validando le transazioni (i c.d. nodi). Esenzione che, se per certi versi costituisce un riconoscimento importante, in realtà però appare di dubbia utilità. Invero l'offerta al pubblico di una cripto-attività con le menzionate caratteristiche non avrà, per definizione, neanche un *organo gestorio* cui gli obblighi (e le responsabilità) delineati nella Proposta possano essere riferibili.

I requisiti che deve soddisfare l'emittente per offrire al pubblico cripto-attività consistono, essenzialmente, nella predisposizione, notifica e pubblicazione di un *white paper*, nonché nel rispetto di alcuni obblighi comportamentali¹⁵.

Con specifico riferimento agli *utility token*, la proposta recepisce una difficoltà già individuata dalla FINMA, l'autorità sui mercati regolamentati svizzera¹⁶. In particolare, si afferma che qualora l'offerta abbia per oggetto beni non ancora prodotti o servizi non ancora disponibili da parte dell'emittente, l'offerta di *utility token* non dovrà avere una durata superiore ai 12 mesi¹⁷.

¹³ Dimenticanza questa per la verità discutibile. Sebbene sia ormai assodato che all'offerta al pubblico di queste cripto-attività debba trovare applicazione la disciplina propria degli strumenti finanziari, non si può comunque dimenticare che un *investment token*, oltre a essere uno strumento finanziario, è pur sempre una cripto-attività e possiede, quindi, delle necessità regolamentari sue proprie.

¹⁴ In linea con ciò, sembra possibile proseguire la trattazione riferendosi direttamente agli *utility token*, così da evitare l'utilizzazione ricorrente della terminologia “cripto-attività diverse da ART e EMT”.

¹⁵ Art. 4, comma 1.

¹⁶ Nel document dal titolo “*Guidelines for enquiries regarding the regulatory framework for initial coin offerings (ICOs)*” del 2018, l'autorità svizzera ha addirittura ritenuto applicabile agli *utility token* la disciplina degli strumenti finanziari nei casi in cui l'utilità conferita dalla cripto-attività non possa essere goduta dal detentore al momento della sua emissione, essendo questa rimandata a un momento successivo come, per esempio, a quello di completamento del progetto imprenditoriale presentato

¹⁷ Art. 4, comma 3.

2. Contenuto e forma del white paper

Prendendo spunto dalle IPO, l'offerta di cripto-attività al pubblico è sempre stata preceduta dalla pubblicazione di un documento "esplicativo", molto simile al tradizionale prospetto informativo, pur non essendo (ancora) soggetto a vincoli contenutistici dettati da una specifica normativa. A questo documento ci si è sempre riferiti con il termine "white paper", strumento questo che sino a oggi ha avuto lo scopo di spiegare ai futuri partecipanti all'offerta (investitori o consumatori) gli obiettivi della raccolta nonché il progetto imprenditoriale sotteso a questa.

La Proposta di fatto riconosce l'uso invalso nella pratica di pubblicare un *white paper*, definendone il contenuto anche tramite uno specifico allegato (l'Allegato I) il quale, riprendendo le informazioni già elencate al primo comma dell'art. 5, ne approfondisce ulteriormente il grado di dettaglio.

L'emittente può essere esentato dalla pubblicazione del *white paper* solo rispettando le condizioni elencate all'art. 4, comma 2, della Proposta ovvero nel caso in cui: le cripto-attività vengano offerte al pubblico gratuitamente¹⁸; siano il risultato dell'attività di *mining* sopra descritta; le cripto-attività non possano essere oggetto di scambio; e, infine (riprendendo categorie già note nell'ambito del Regolamento Prospetto), quando le cripto-attività siano offerte a meno di 150 soggetti, il valore dell'offerta non sia superiore a 1 milione di euro nell'arco di 12 mesi, oppure l'offerta sia indirizzata esclusivamente a investitori qualificati senza possibilità per questi soggetti di alienarle a terzi.

Il *white paper* dovrà riportare, *inter alia*, le informazioni riguardanti: l'emittente nonché i "principali soggetti coinvolti"¹⁹; una descrizione del progetto imprenditoriale e delle cripto-attività offerte; dettagli sulle caratteristiche dell'offerta fra cui numero di cripto-attività e prezzo di emissione; una descrizione dei diritti o degli obblighi che le cripto-attività conferiscono insieme ai rischi correlati all'offerta; la tecnologia su cui si basa il procedimento d'offerta nonché le cripto-attività emesse. Oltre al suo contenuto, il *white paper* dovrà, inoltre, essere datato; redatto in almeno una delle lingue ufficiali dello Stato membro di provenienza dell'emittente o in una lingua generalmente conosciuta nella "sfera della finanza internazionale"; nonché essere messo a disposizione in formato c.d. "ricercabile" ovvero in modo che il suo contenuto sia leggibile e riconoscibile anche attraverso programmi software, sulla base degli standard tecnologici che verranno resi disponibili dall'ESMA.

Quando oggetto di offerta sono cripto-attività diverse da ART o EMT, il contenuto del *white paper* non è soggetto ad alcun controllo preventivo da parte delle autorità

¹⁸ Al riguardo, la Proposta specifica che una offerta di cripto-attività non si intende essere effettuata a titolo gratuito nel caso in cui all'acquirente venga richiesto di fornire dati personali o nel diverso caso in cui l'emittente riceva commissioni o qualsiasi altro tipo di beneficio monetario o non monetario da terze parti.

¹⁹ Tale prescrizione sembrerebbe un richiamo al *team* del soggetto proponente, informazione classicamente inserita (e valutata) all'interno di ogni *white paper*.

competenti. Questa circostanza deve essere resa esplicita dall'emittente all'interno del documento, con l'inserimento di una specifica frase suggerita dalla Proposta.

Fra le altre prescrizioni in merito alle avvertenze che devono essere contenute all'interno del *white paper* spicca quella secondo cui le cripto-attività offerte potrebbero perdere valore, non essere trasferibili, oppure l'investimento nel suo complesso risultare illiquido.

Infine, la Proposta richiede che i futuri detentori siano avvertiti della possibilità che l'*utility token* ricevuto possa non conferire i diritti ai servizi promessi. Quest'ultima precisazione, forse non necessaria, sembrerebbe indirettamente indebolire la posizione dell'utilizzatore dell'*utility token*, sminuendo, per così dire, la potenziale tutela civilistica che ogni legittimo detentore potrebbe esercitare nel caso in cui il diritto di credito formalizzato all'interno del *token* non venisse soddisfatto dall'impresa emittente.

Fra gli ulteriori avvertimenti che dovrà contenere il *white paper* vi è una "rassicurazione" che deve provenire direttamente dall'organo di gestione dell'emittente. Questa deve avere a oggetto il fatto che il contenuto del *white paper* è in linea con quanto previsto dalla Proposta e che le informazioni ivi contenute sono corrette e senza omissioni significative. Rassicurazione questa che, come si vedrà, sembrerebbe porre le basi per fondare la responsabilità diretta dell'organo di gestione nei confronti dei futuri detentori delle cripto-attività.

Il *white paper* dovrà anche informare i futuri detentori dei token del fatto di essere titolari di un diritto di recesso da poter esercitare con le modalità previste dall'art. 9 della Proposta²⁰.

Altro importante aspetto da sottolineare è il divieto di inserire "promesse di rendimenti" all'interno del *white paper*, a meno che tali rendimenti non possano effettivamente essere garantiti. Si tende, in questo modo, a evidenziare la natura non finanziaria delle cripto-attività offerte nonché a tutelare i futuri detentori da promesse difficilmente mantenibili e aventi funzione esclusivamente promozionale.

Il *white paper* dovrà inoltre essere fornito di un *summary* (o, forse, meglio di un *executive summary*), redatto utilizzando un linguaggio non tecnico e che contenga le informazioni chiave sull'offerta. L'*executive summary* deve anch'esso contenere alcuni avvertimenti fra cui quello, di non poca importanza, secondo cui l'*executive summary* deve essere letto insieme al *white paper* nel suo complesso. Infine, l'ennesimo avvertimento da inserire riguarda il fatto che il *white paper* non costituisce un "prospetto" ai sensi dell'omonimo regolamento così come l'offerta non ha per oggetto strumenti finanziari.

Come già anticipato, ai sensi dell'art. 7 della Proposta, il *white paper* non è soggetto alla preventiva autorizzazione da parte delle autorità competenti, cui il *white paper* dovrà

²⁰ Si rimanda al prossimo paragrafo per i dettagli.

essere però notificato almeno 20 giorni prima della sua pubblicazione insieme all'eventuale materiale pubblicitario già elaborato dall'emittente.

Importante sottolineare come la notifica debba essere accompagnata da una particolare "spiegazione". L'emittente dovrà, infatti, esporre all'autorità competente le motivazioni secondo cui la cripto-attività oggetto di offerta non possa qualificarsi come strumento finanziario, moneta elettronica, deposito o deposito strutturato²¹. È come se all'emittente venisse richiesto un certo *sforzo argomentativo*, finalizzato a semplificare l'attività valutativa (o repressiva) da parte dell'autorità competente. Si tenta, quindi, di agevolare il più possibile le verifiche effettuate dell'autorità, imponendo all'emittente la produzione di quello che (molto probabilmente) assumerà le sembianze di un parere legale (nonostante ciò non sia espressamente richiesto come nel caso dell'offerta di ART o EMT). Insomma, per l'offerta di questo tipo di cripto-attività, il costo (risparmiato) in termini di tempo necessario per autorizzare il *white paper* prima che lo stesso possa essere pubblicato viene pagato tramite uno sforzo (eventualmente) economico per assicurare (e dimostrare) all'autorità il rispetto della normativa vigente.

La notifica è inoltre corredata da una lista degli Stati membri verso i quali si prevede di rivolgere l'offerta.

Effettuata la notifica, il *white paper* dovrà, quindi, ai sensi dell'art. 8, essere pubblicato prima dell'inizio dell'offerta nel sito internet dell'offerente dove dovrà rimanere liberamente accessibile e disponibile per tutta la sua durata. La documentazione pubblicata dovrà essere identica a quella notificata all'autorità competente.

Il *white paper* può essere soggetto a modifiche e, anzi, *deve* esserlo nel caso in cui sorgano nuovi eventi che possano condizionare la volontà di acquisto dei futuri detentori delle cripto-attività. Le modifiche dovranno essere comunicate prontamente al pubblico oltre che notificate anche alle autorità competenti almeno sette giorni prima della loro pubblicazione. Insieme alle modifiche, l'offerente dovrà anche pubblicare le ragioni che le hanno giustificate, le quali, all'atto della pubblicazione, dovranno essere datate e rimanere anch'esse disponibili al pubblico²².

Si prevede infine uno scambio di informazioni fra le autorità competenti e l'ESMA cui dovranno essere inviati i *white paper* di cui si è ricevuta la notifica. Lo scambio di informazioni deve avere per oggetto anche le eventuali modifiche apportate successivamente al *white paper*.

Dalla pubblicazione del *white paper*, l'emittente è libero di offrire le proprie cripto-attività al pubblico in tutto il territorio dell'Unione o di chiederne l'ammissione in un sistema di negoziazione. L'art. 10 prevede, inoltre, espressamente che oltre al *white*

²¹ Art. 7, comma 3

²² Nel caso in cui le modifiche riguardino degli *utility token* il cui prodotto o servizio non è ancora stato oggetto di commercializzazione, esse non potranno essere effettuate o pubblicate se è trascorso il limite massimo di 12 mesi previsto per l'offerta ai sensi dell'art. 4, comma 3.

paper, l'emittente non deve essere soggetto ad alcuna altra forma di richiesta informativa aggiuntiva.

3. Obblighi e responsabilità degli emittenti e diritti dei detentori di cripto-attività

Lanciata l'offerta al pubblico di cripto-attività, qualora venga fissata preventivamente la sua durata, i risultati della raccolta devono essere pubblicati entro 16 giorni lavorativi dalla fine²³. Questa norma deve essere letta insieme all'art. 12 che disciplina il diritto di recesso che l'emittente deve riconoscere ai detentori che si qualificano come consumatori. Il diritto di recesso potrà essere esercitato entro 14 giorni dall'acquisto. Questo non potrà però essere esercitato in due casi particolari: qualora le cripto-attività siano state oggetto di ammissione alle negoziazioni; e qualora l'offerta abbia un limite temporale e questo sia già trascorso. È proprio con riguardo a quest'ultima ipotesi che l'obbligo per l'emittente di pubblicare i risultati almeno 16 giorni prima della conclusione dell'offerta permetterà al consumatore di "tornare sui propri passi" qualora i risultati dell'offerta dovessero far venir meno il proprio convincimento al parteciparvi. Qualora un meccanismo come quello delineato dovesse essere confermato nella versione finale della Proposta, è lecito aspettarsi che, almeno i consumatori più cauti, possano optare di aderire a una offerta al pubblico di cripto-attività solo nella sua fase finale, sempre che l'offerente non pubblichi costantemente (come è consuetudine) i risultati della raccolta.

Sempre a tutela dei detentori "meno esperti", l'art. 6 della Proposta precisa che eventuali comunicazioni pubblicitarie debbano essere chiaramente identificabili come tali. Il loro contenuto deve essere in linea con quanto descritto all'interno del *white paper* e al loro interno deve essere specificato che il *white paper* è stato pubblicato nonché il sito internet nel quale è reso disponibile.

In relazione alle somme raccolte durante l'offerta, viene richiesto all'emittente l'adozione di particolari misure di custodia. In particolare, qualora in cambio delle cripto-attività oggetto di offerta vengano richieste somme in moneta avente corso legale, le somme dovranno essere custodite a cura di un istituto di credito. Qualora, invece, si tratti di altre cripto-attività, queste non potranno essere custodite *in proprio* dall'emittente (come sarebbe tecnicamente possibile²⁴) ma è richiesta la partecipazione di un soggetto autorizzato alla custodia di cripto-attività per conto terzi (c.d. *wallet service provider*).

²³ Art. 9, comma 1

²⁴ La custodia potrebbe, infatti, avvenire attraverso un semplice *wallet*. Con il termine "*wallet*" si indica figurativamente il luogo in cui le cripto-attività sono detenute. Al riguardo si distinguono due tipi di *wallet*. I "cold" *wallet*, che consistono nella memorizzazione della chiave privata in un supporto fisico, non collegato alla rete (come un semplice foglio di carta). Gli "hot" *wallet*, invece, sono servizi informatici forniti da entità terze, generalmente chiamate *wallet service provider*, che si occupano di detenere per l'utente la chiave privata. La differenza principale tra questi due differenti metodi di conservazione della propria chiave privata è che nei cold *wallet*, qualora il foglio di carta in cui è stata salvata la chiave privata venisse smarrito e l'utente non fosse più in grado di ricordarla, non sarà più possibile disporre del proprio "conto" e le cripto-attività conservate all'interno dello stesso saranno perse per sempre. Nel caso degli *hot*

La Proposta attribuisce molta importanza alla correttezza delle informazioni pubblicate all'interno del *white paper*. L'art. 14 disciplina proprio la responsabilità dell'emittente in caso di pubblicazione di informazioni non veritiere, non chiare o fuorvianti all'interno del *white paper* o nelle sue eventuali modifiche. A tal riguardo la Proposta specifica che in questi casi il detentore di cripto-attività potrà far valer non solo la responsabilità dell'offerente ma direttamente quella dei suoi amministratori specificando che non sono ammesse esclusioni di responsabilità al riguardo.

La prova del danno spetta al detentore il quale sarà tenuto indicare la norma che si assume violata dall'offerente, esplicitando in che modo le informazioni non corrette del *white paper* hanno influito sulle sue decisioni di vendere, comprare o scambiare le cripto-attività di riferimento.

Alcune norme della Proposta sembrerebbero tendere a “responsabilizzare” anche i singoli detentori. Infatti, onde rafforzare l'invito a non limitarsi alla lettura dell'*executive summary*, si stabilisce precisamente che è esclusa la responsabilità dell'offerente per il contenuto di questa sezione. La responsabilità non è, però, esclusa qualora il contenuto dell'*executive summary* letto insieme al *white paper* risulti non chiaro, non veritiero o ingannevole nonché nel caso in cui non contenga le informazioni chiave che possano aiutare i detentori (definiti qui sia *consumatori* che *investitori*) nella decisione circa l'acquisto o meno della cripto-attività considerata.

Le previsioni dell'articolo 14, in ogni caso, non escludono l'applicabilità di altre norme nazionali sulle quali possa fondarsi la responsabilità dell'emittente o di soggetti a lui collegati.

Infine, sono previsti precisi obblighi a carico dell'offerente i quali ricordano molto quelli previsti a carico dei più tradizionali intermediari finanziari²⁵. Fra questi spicca un “obbligo di sicurezza informatica”, in riferimento alla quale l'ESMA, in cooperazione con l'EBA, dovrà emanare specifici standard e regole di dettaglio cui uniformarsi.

5. (segue) l'offerta di ART

Il Titolo III della proposta regolamentare è dedicato agli offerenti *asset-referenced tokens* o ART.

wallet, invece, perdere la “password” che garantisce l'accesso al servizio di detenzione della chiave privata non significa perdere le disponibilità del proprio conto, potendo essere la chiave privata recuperata attraverso procedure stabilite dal fornitore del servizio di deposito. Ciò implica, ovviamente, l'esposizione dell'utente al rischio che dei malintenzionati possano superare le barriere informatiche o fisiche disposte dal *wallet service provider* e rubare le chiavi private dallo stesso detenute.

²⁵ Art. 13, comma 1, elenca precisamente i seguenti obblighi: “(a) *act honestly, fairly and professionally*; (b) *communicate with the holders of crypto-assets in a fair, clear and not misleading manner*; (c) *prevent, identify, manage and disclose any conflicts of interest that may arise*; (d) *maintain all of their systems and security access protocols to appropriate Union standards*.”

Come anticipato, gli ART sono definiti dalla proposta come *stablecoin* il cui valore può dipendere da monete aventi corso legale, altre cripto-attività o altri beni. Considerata la diffusa preoccupazione che l'offerta di ART, per via della loro natura, possa costituire un "nemico naturale" della moneta avente corso legale, la disciplina della loro offerta al pubblico è caratterizzata da procedure autorizzative che vedono il coinvolgimento di più autorità nonché dalla possibilità di vietarne l'offerta qualora questa possa minacciare la stabilità finanziaria o i principi di sovranità monetaria.

1. Caratteristiche della procedura di offerta

In linea di principio, la disciplina di questa particolare categoria di emittenti è strutturata per ricalcare quella vista nel paragrafo precedente, sebbene alla stessa si aggiungono non solo una procedura autorizzativa ma anche un quantitativo di informazioni da pubblicare attraverso il *white paper* molto più importante (e sicuramente più oneroso).

L'obbligo di assoggettare l'offerta di ART a una procedura di autorizzazione preventiva è previsto dall'art. 15 della Proposta. L'autorizzazione è valida per tutto il territorio dell'Unione Europea e permetterà all'offerente sia di offrire al pubblico i propri ART, sia di chiederne l'ammissione alla negoziazione in una apposita piattaforma.

L'autorizzazione non sarà necessaria qualora il valore dell'offerta, in un periodo di 12 mesi, sia inferiore a 5 milioni di euro oppure nel caso in cui la stessa sia indirizzata esclusivamente a investitori qualificati, purché gli ART offerti siano detenuti esclusivamente da tali investitori. L'esenzione dall'autorizzazione non esime, però, dalla pubblicazione di un *white paper* il quale, in questo caso, dovrà essere semplicemente notificato all'autorità competente.

Sono esenti dalla procedura autorizzativa anche gli istituti di credito. Anche questi soggetti sono però obbligati a pubblicare un *white paper*, il quale però, diversamente rispetto all'ipotesi precedente, è soggetto a preventiva approvazione a cura dell'autorità competente²⁶.

L'art. 16 definisce le informazioni da fornire per la richiesta di autorizzazione. Fra queste, particolare menzione merita in primo luogo il requisito di cui alla lett. d) dell'art. 16, comma 2, ovvero un parere legale circa il fatto che gli ART offerti non si qualificano come strumenti finanziari, moneta elettronica, depositi o depositi strutturati. Diversamente da quanto illustrato per l'offerta di *utility token*, per l'offerta di ART è espressamente richiesto che il parere provenga da uno studio legale. Ancora, l'ottenimento dell'autorizzazione è altresì subordinato al possesso di una struttura organizzativa adeguata, di un piano delle attività e di procedure per la gestione degli eventuali reclami provenienti dai detentori. Particolari requisiti richiede poi la *governance* dell'offerente come disciplinata nel dettaglio all'art. 30 della Proposta. Viene

²⁶ Art. 15, comma 4, il quale, rimanda al comma 7 secondo cui l'EBA in cooperazione con l'ESMA dovranno specificare le procedure per l'approvazione dei *white paper* pubblicati dalle banche.

altresì richiesta piena *disclosure* circa i soggetti che detengono più del 20% del capitale dell'offerente (o che in altro modo ne esercitano il controllo). Infine, gli amministratori dell'emittente devono possedere requisiti di onorabilità e competenza non dissimili da quelli previsti per gli istituti di credito o gli intermediari finanziari tradizionali.

Il contenuto del *white paper* per l'offerta di ART ricalca il dettato dell'art. 4 della Proposta. In aggiunta a quanto già previsto per l'offerta di *utility token*, l'art. 17, però, richiede: una descrizione degli accordi di governance dell'emittente; una descrizione dettagliata delle riserve di *asset* sui quali si basa il valore degli ART emessi e sulla loro custodia o sulla loro eventuale politica di investimento nonché sui diritti che i detentori di ART potrebbero esercitare nei confronti degli stessi ²⁷.

Anche qui il *white paper* deve essere accompagnato da un *executive summary* per cui valgono le regole già viste nel precedente paragrafo. Sostanzialmente identiche sono anche le regole che riguardano la lingua ufficiale, la data, le modifiche al *white paper*, la responsabilità per le informazioni fornite, le modalità di pubblicazione del *white paper* e le comunicazioni promozionali.

Obblighi rafforzati sono invece previsti in merito alla gestione dei conflitti di interesse ²⁸, alle informazioni da fornire ai detentori dei token (le quali devono essere continuative almeno con riferimento al valore degli asset di riferimento) ²⁹, alla gestione dei reclami ³⁰, ai meccanismi di governance ³¹ e alla disciplina dei fondi propri ³².

Infine, sembra utile segnalare altre due regole di particolare rilevanza. In primo luogo, gli offerenti (o gli altri fornitori di servizi di cripto-attività) non possono remunerare tramite il pagamento di un interesse i soggetti che detengono ART per un determinato periodo di tempo ³³. Lo scopo sembrerebbe quello di evitare di indurre (almeno parte) dei detentori di ART a non negoziare queste cripto-attività così da influire sul loro valore di scambio. In secondo luogo, la Proposta dedica alcuni articoli specifici ³⁴ a quelli che vengono definiti ART significativi ³⁵ imponendo obblighi aggiuntivi ai rispettivi emittenti ³⁶. Queste ultime norme hanno lo scopo di assicurare che la gestione dell'offerta di queste

²⁷ Precisamente, il contenuto del *white paper* per gli offerenti questa categoria di token deve quindi contenere non solo tutte le informazioni di cui all'Allegato I alla Proposta, ma anche quelle dell'Allegato II.

²⁸ Art. 28

²⁹ Art. 26

³⁰ Art. 27

³¹ Art. 30

³² Art. 31

³³ Art. 36

³⁴ Artt. 39-41

³⁵ Ai sensi dell'art. 39, l'EBA ha il compito di classificare un ART come significativo sulla base di criteri che siano sintomatici dell'importanza del suo utilizzo (numero di utilizzatori, volumi di scambio, valore delle cripto-attività o delle rispettive riserve, significatività dell'attività transfrontaliera) nonché della sua *interconnessione* con il sistema finanziario.

³⁶ L'elenco di questi obblighi è effettuato dall'art. 41.

cripto-attività sia qualitativamente superiore rispetto alle altre, proprio in virtù degli effetti *sistemici* che potrebbero essere causati da una gestione non corretta di questi ART.

2. Procedimento autorizzativo

Dall'invio della richiesta autorizzativa, l'autorità competente comunica entro venti giorni la completezza delle informazioni ricevute. Da quel momento l'autorità ha tre mesi per rilasciare la prima bozza di autorizzazione. Questo documento deve già contenere una adeguata motivazione relativamente al rifiuto o all'accoglimento dell'istanza autorizzativa. La previsione del rilascio preventivo di una "bozza" rende evidente l'attenzione della Proposta per gli effetti sui mercati che potrebbero essere causati dall'emissione di ART.

La bozza di autorizzazione deve, infatti, essere notificata anche all'EBA, all'ESMA e alla Banca Centrale Europea. Queste autorità, entro due mesi dalla ricezione della bozza di autorizzazione devono emanare un parere non vincolante da trasmettere all'autorità competente.

L'autorità competente, ricevuto il parere avrà ancora un mese per prendere una decisione sul garantire o meno l'autorizzazione. Trascorso questo termine, la decisione in merito all'istanza di autorizzazione dovrà essere comunicata entro 5 giorni all'offerente. Con l'accoglimento dell'istanza autorizzativa anche il *white paper* si considera automaticamente approvato.

Come anticipato, interessanti sono anche i motivi sulla base dei quali può essere negata l'autorizzazione e dai quali si comprende a cosa è dovuto il coinvolgimento di autorità come l'EBA, l'ESMA o la Banca Centrale Europea. Oltre a motivi puramente organizzativi o di rispetto della normativa esistente³⁷, l'autorizzazione può essere negata anche nel caso in cui il *business model* dell'esponente costituisca una minaccia alla stabilità finanziaria o metta in discussione i principi di sovranità delle monete aventi corso legale.

Una volta concessa, l'autorizzazione può essere revocata in caso di: non utilizzo per un periodo superiore a 6 mesi; rinuncia; venir meno delle condizioni che ne avevano consentito il rilascio; violazione della normativa applicabile; oppure per sottoposizione a una procedura di liquidazione.

³⁷ In particolare, ai sensi delle lettere a) e b) dell'art. 19, comma 2, infatti "*Competent authorities shall refuse authorisation where there are objective and demonstrable grounds for believing that: (a) the management body of the applicant issuer may pose a threat to its effective, sound and prudent management and business continuity and to the adequate consideration of the interest of its clients and the integrity of the market; (b) the applicant issuer fails to meet or is likely to fail to meet any of the requirements of this Title;*"

3. Altre disposizioni organizzative

Specifiche disposizioni sono poi dettate in materia di fondi propri. Al riguardo, si stabilisce che ogni offerente deve aver un valore di fondi propri pari ad almeno 350.000 euro, oppure, se maggiore, al 2% della media del valore delle proprie riserve calcolate nei sei mesi precedenti³⁸.

L'offerente potrebbe decidere di conferire o meno ai prenditori dei token diritti nei confronti degli asset di riferimento³⁹. In questo caso dovrà essere definita e pubblicata una precisa *policy* che riguardi le modalità di esercizio di questi diritti. Lo scopo di questa disposizione è quella di garantire la liquidità degli ART messi in circolazione. Infatti, nel caso in cui si decida di non conferire alcun diritto ai detentori di ART dei confronti degli asset di riferimento, l'emittente dovrà concludere degli accordi scritti con alcuni prestatori di servizi in cripto-attività allo scopo di assicurare la liquidità degli ART in circolazione. Sempre a tutela dei detentori di ART (e più in generale della stabilità finanziaria), si stabilisce che nel caso in cui il valore degli ART in circolazione vari in maniera considerevole rispetto al mercato dei relativi asset di riferimento, i detentori dovranno conservare il diritto di poter redimere i propri ART nei confronti dell'emittente. Medesimo obbligo restitutorio si prevede nel caso in cui l'offerente decida di dismettere la propria attività. Si potrebbe quasi affermare che agli emittenti ART si richiedano obblighi di mantenimento dei sottostanti anche più pregnanti rispetto a quelli imposti alle autorità monetarie.

In linea con quanto detto, la Proposta contiene alcune norme che disciplinano le modalità con cui l'offerente deve mantenere delle apposite riserve. Queste devono essere di tante categorie quante sono le tipologie di ART offerte al pubblico. All'organo di gestione è demandata la prudente gestione delle riserve. A tal riguardo, l'offerente dovrà assicurarsi che la creazione o la soppressione di ART sia sempre bilanciata dal dovuto incremento o decremento delle riserve. L'offerente dovrà anche aver adottato una corretta *policy* di stabilizzazione del valore degli ART messi in circolazione. Una *policy ad hoc* dovrà poi essere elaborata con riguardo alla custodia delle riserve. Questo al fine di assicurare, tra le altre cose, che le riserve siano separate dal patrimonio personale dell'offerente. Anche in questo caso, la custodia degli asset che costituiscono le riserve è affidata a due diversi soggetti. Ai prestatori di servizi in cripto-attività è riservata la custodia di asset nella forma di cripto-attività. Agli istituti di credito è affidata la custodia delle altre tipologie di asset. La norma mira ad assicurarsi che i "custodi" siano scelti fra soggetti con comprovata esperienza nel settore, che il rapporto sia regolato da un contratto scritto e che questi agiscano in linea con gli obblighi di correttezza che lo stesso articolo 33, comma 7 prevede nei loro confronti. I beni costituenti le riserve possono anche essere investiti in altre attività ma esclusivamente nel rispetto di specifiche *policy* di

³⁸ Le autorità competenti possono incrementare o diminuire questo valore sulla base di una serie di indicatori elencati nello specifico al comma 3 dell'art. 31.

³⁹ Art. 35

investimento e nel rispetto degli altri requisiti di dettaglio specificati all'art. 34 della Proposta.

Norme specifiche sono previste anche a carico di chi detiene partecipazioni in emittenti ART⁴⁰. Scopo di questa normativa è quella di notificare all'autorità competente l'acquisto di partecipazioni in emittenti ART che superino determinate soglie, conferendo all'autorità il potere di opporsi all'acquisto della partecipazione nel caso in cui la valutazione del potenziale acquirente si concluda con un giudizio negativo. Nelle proprie valutazioni, le autorità competenti dovranno tener conto, *inter alia*, della reputazione del potenziale acquirente o dei soggetti che lo gestiscono, della sua capacità finanziaria, della possibilità di rispettare le norme previste dalla Proposta, nonché del rischio di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo.

Considerata la natura crittografica delle attività oggetto di tutta la disciplina in discorso, particolare importanza ricopre poi la norma di cui all'art. 42 della Proposta. L'articolo richiede che l'offerente elabori e mantenga costantemente aggiornato un piano di liquidazione che preveda le modalità (anche contrattuali) con le quali si possa addivenire alla vendita degli asset allocati nelle riserve così da ripagare i detentori di ART. Questa norma, in verità, riveste particolare importanza stante la natura pressoché irreversibile delle operazioni che hanno per oggetto cripto-attività. Noti sono, infatti, i casi di cronaca in cui alla sparizione del soggetto responsabile della custodia di determinate cripto-attività sia seguita anche la perdita irreversibile delle stesse⁴¹.

6. (segue) l'offerta di EMT

Rispetto alla disciplina degli offerenti ART, quella riguardante l'offerta di EMT appare leggermente meno stringente. Ciò sembra giustificabile in base alla diversa natura delle cripto-attività oggetto di offerta. E infatti, rispetto agli ART, il valore degli EMT dipende esclusivamente dal valore di una moneta avente corso legale presa a riferimento. Così come espressamente stabilito dall'art. 43, gli EMT sono da considerarsi a tutti gli effetti al pari della moneta elettronica così come definita dalla Direttiva 2009/110/EC, seppure ne costituiscano la versione *tokenizzata*.

Proprio in virtù di questa *identità* con la moneta elettronica, le offerte al pubblico di EMT possono essere condotte esclusivamente da istituti di credito o istituti di moneta elettronica ai quali è comunque richiesta la pubblicazione di un *white paper*⁴².

⁴⁰ Artt. 37-38.

⁴¹ Fra tutti, basti qui menzionare il caso dell'*exchange* Quadrica alla cui sparizione del titolare è seguita anche la perdita delle chiavi private per accedere ai *wallet* dei clienti e, di conseguenza, al blocco irreversibile delle cripto-attività conservate all'interno. Il valore di tali cripto-attività si attesta intorno a 250 milioni di euro. Per ulteriori informazioni si rimanda alla pagina ufficiale di Wikipedia, disponibile al seguente link: https://en.wikipedia.org/wiki/Quadriga_Fintech_Solutions.

⁴² Art. 43, comma 1.

Anche all'offerta di EMT si applicano le esenzioni sull'ammontare dell'offerta e sui detentori esclusivi applicabili alle offerte di ART. L'esenzione esime dalla procedura autorizzativa ma non dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto. Si deve ritenere però che la possibilità di poter sfruttare questa esenzione faccia anche venir meno il requisito soggettivo per emettere EMT. A queste condizioni, infatti, l'emissione di EMT non è limitata alle banche o agli istituti di moneta elettronica.

La disciplina applicabile alle offerte di EMT è espressamente derogatoria rispetto a quella applicabile agli emittenti di moneta elettronica⁴³. In particolare, contrariamente a quanto previsto per gli ART, i detentori di EMT possono sempre chiedere la restituzione di quanto versato in moneta avente corso legale in cambio della restituzione degli EMT detenuti.

Gli EMT non possono essere emessi per un valore diverso da quello della moneta avente corso legale che rappresentano. Nonostante siffatta previsione, si applica anche in questo caso il divieto di prevedere interessi a favore dei detentori di EMT⁴⁴.

L'EBA conserva il potere di classificare come significativi alcuni EMT⁴⁵ sulla base di una disciplina molto simile a quella prevista per gli ART.

Valgono per le offerte di EMT sostanzialmente le stesse norme già descritte per gli ART in materia di forma e contenuto del *white paper*⁴⁶, responsabilità per il suo contenuto⁴⁷ e di comunicazioni promozionali⁴⁸.

7. Autorizzazione dei prestatori di servizi in crypto-attività

1. La procedura autorizzativa e l'acquisto di partecipazioni in questi operatori

Ai prestatori di servizi in crypto-attività è dedicato l'intero Titolo V della Proposta regolamentare.

L'art. 53 della Proposta esordisce enunciando un principio di esclusività secondo cui i servizi relativi all'impiego di crypto-attività possono essere offerti solo dai soggetti autorizzati ai sensi della disciplina prevista nella Proposta. L'autorizzazione ha validità in tutto il territorio dell'Unione tanto che è fatto divieto agli Stati Membri di imporre ai soggetti già autorizzati una presenza fisica all'interno del proprio territorio⁴⁹.

⁴³ Art. 44

⁴⁴ Art. 45

⁴⁵ Art. 50

⁴⁶ Art. 46, all'interno del quale si rimanda allo schema informativo delineato dall'Allegato III alla Proposta.

⁴⁷ Art. 47

⁴⁸ Art. 48

⁴⁹ Ai sensi dell'art. 58, il prestatore di servizi è semplicemente tenuto a comunicare all'autorità competente del proprio Stato Membro d'origine la sua intenzione di operare in un altro Stato.

L'autorizzazione deve essere richiesta all'autorità competente del luogo in cui il soggetto ha la propria sede legale. L'istanza deve contenere una lunga serie di informazioni elencate all'art. 54 della Proposta che ricalcano sostanzialmente quelle già descritte per gli offerenti cripto-attività. Fra queste, merita particolare attenzione: la descrizione dei sistemi tecnologici e di sicurezza implementati, che deve essere effettuata anche utilizzando un linguaggio non tecnico; il dettaglio delle procedure di segregazione degli asset dei propri clienti; nonché i sistemi per l'individuazione di abusi di mercato. L'istanza deve, inoltre, descrivere gli specifici servizi che il soggetto intende offrire.

La procedura di autorizzazione è leggermente più semplice di quella prevista per l'offerta al pubblico di cripto-attività. Non è, infatti, richiesto il coinvolgimento di altre autorità e, soprattutto, la verifica che l'attività intrapresa abbia effetti sulla stabilità finanziaria o sui principi di sovranità monetaria.

L'autorità competente dello Stato Membro di riferimento si deve pronunciare entro tre mesi dalla conferma della completezza della documentazione fornita. A tal riguardo, l'ESMA viene semplicemente informata delle autorizzazioni rilasciate dalle autorità competenti. L'EBA, l'ESMA o le altre autorità competenti degli altri Stati Membri mantengono però il potere di chiedere una verifica sul fatto che l'offerente rispetti nel tempo le condizioni per cui l'autorizzazione è stata concessa⁵⁰. Ai sensi dell'art. 57 è poi previsto che l'ESMA mantenga un registro pubblico dei soggetti che offrono servizi ricollegati all'impiego di cripto-attività.

Ai partecipanti al capitale dei prestatori di servizi in cripto-attività di applicano sostanzialmente le medesime norme previste e già descritte per gli emittenti ART.

2. I prestatori di servizi in cripto-attività

La prestazione di servizi in cripto-attività è soggetta a obblighi comportamentali nonché a requisiti prudenziali. Con riguardo agli obblighi comportamentali, si prevede che, quasi come un tradizionale intermediario finanziario, i prestatori debbano agire con onestà, correttezza e professionalità, perseguendo il miglior interesse del cliente. I prestatori sono inoltre soggetti a obblighi di corretta informazione, soprattutto nelle comunicazioni promozionali che devono essere chiaramente indicate come tali. Particolare attenzione merita l'obbligo di non evidenziare (deliberatamente o meno) i vantaggi percepiti o reali delle cripto-attività con cui operano. Infine, i clienti devono essere informati dei rischi collegati a queste operazioni nonché delle tariffe applicate dal prestatore⁵¹. In relazione ai requisiti prudenziali, descritti nel dettaglio all'art. 60, spicca la possibilità che gli stessi possano essere soddisfatti alternativamente attraverso la dotazione di fondi propri oppure tramite la sottoscrizione di una polizza assicurativa.

⁵⁰ Art. 56, comma 6.

⁵¹ Art. 59

Ai prestatori di servizi in cripto-attività vengono poi imposti precisi requisiti organizzativi, obblighi di custodia e salvaguardia delle cripto-attività o dei fondi dei propri clienti, la predisposizione di procedure per la gestione dei reclami, la gestione delle procedure per l'identificazione, la gestione e la *disclosure* dei conflitti di interesse, nonché l'adeguata gestione dei servizi affidati in *outsourcing* ⁵².

Il Capitolo 3, del Titolo V, della Proposta è poi dedicato agli specifici requisiti previsti per i prestatori sulla base del singolo servizio da questi offerto. Al riguardo, sembra possibile effettuare una distinzione fra i prestatori di servizi in cripto-attività, dividendo gli operatori che tradizionalmente operano in questo settore, ovvero i *wallet service provider* e gli *exchange* di cripto-attività, da quelli che potrebbero essere definiti come “nuovi” operatori. In quest'ultimo gruppo è possibile ricomprendere i soggetti che svolgono i tradizionali servizi di investimento ma aventi (in questo caso) a oggetto cripto-attività anziché strumenti finanziari. In riferimento a questi, la Proposta non fa che applicare le regole previste per la prestazione dei tradizionali servizi di investimenti ai prestatori di servizi in cripto-attività.

3. I servizi “tradizionali” in cripto-attività: servizi di custodia e piattaforme di scambio (c.d. *exchange*)

Dei due diversi gruppi di prestatori di servizi in cripto-attività, maggiore rilevanza può essere data al primo, allo scopo di verificare come operatori “tradizionali” siano stati regolati all'interno della Proposta. In questa categoria è infatti possibile far rientrare gli operatori che sin dalla sua nascita caratterizzano questo mercato.

Gli obblighi specifici per *wallet service provider* (definiti dalla Proposta come prestatori di servizi di custodia e gestione di cripto-attività) sono descritti all'interno dell'art. 67. Fra questi, merita particolare menzione l'obbligo di adottare precise *policy* per assicurare la protezione delle chiavi private di ogni *wallet* e impedire, in qualsiasi modo, che un cliente possa perdere l'accesso alle proprie cripto-attività per truffa, negligenza o attacchi da parte di cyber-criminali.

Questi prestatori devono poi facilitare al cliente l'esercizio dei diritti insiti nelle cripto-attività per suo conto detenute. A tal riguardo, i clienti devono ricevere informazioni sulle cripto-attività detenute almeno trimestralmente e in ogni caso quando la detenzione di una particolare cripto-attività richieda una qualsiasi forma di partecipazione o azione da parte dei clienti stessi.

I *wallet service provider* devono inoltre assicurare che le chiavi private o, in ogni caso, le stesse cripto-attività siano prontamente messe a disposizione del cliente che le richieda. Le cripto-attività dei clienti devono essere, inoltre, tenute separate dagli *asset* propri del prestatore, assicurandosi anche che le cripto-attività appartenenti a una medesima rete

⁵² Riguardo a questi profili si rimanda, per ragioni di brevità espositiva, rispettivamente agli Artt. 61, 63, 64, 65 e 66.

DLT siano tenute presso indirizzi separati. Si dovrebbero ridurre, in questo modo, i danni di un attacco *hacker* nei confronti del prestatore. Infine, si prevede espressamente che i prestatori siano considerati direttamente responsabili nei confronti dei propri clienti per perdite di cripto-attività come conseguenza di malfunzionamenti (c.d. *bug*) oppure di attacchi hacker.

Le regole previste a favore degli *exchange* di cripto-attività (definiti nella Proposta come prestatori di servizi di negoziazione) ricalcano le regole per la corrispondente tipologia di intermediario finanziario. Lo scopo è quello di evitare che, in assenza di una regolamentazione, questi operatori possano preferire alcuni clienti invece che altri e venir meno, così, ai noti principi di parità di trattamento, fondamentali per la prestazione di questo tipo di servizio⁵³. Al riguardo, si afferma esplicitamente che i prestatori devono rendere pubbliche le procedure che garantiscano la parità di trattamento dei propri clienti ma soprattutto che non possono operare per proprio conto. Quest'ultima disposizione sembrerebbe mettere in dubbio la possibilità, largamente invalsa fra gli *exchange* di cripto-attività più attivi sui mercati, di ammettere agli scambi cripto-attività di propria emissione⁵⁴.

Oltre a questi principi generali, si esplicita, inoltre, che non possono essere ammesse alla negoziazione cripto-attività delle quali non sia stato pubblicato un *white paper*. Oltre a ciò, viene addirittura richiesto ai prestatori di questi servizi di operare una autonoma valutazione sulle cripto-attività da ammettere allo scambio. Valutazione che può prendere in considerazione anche la professionalità dell'offerente e dei componenti dei suoi organi di gestione. A tal riguardo, si prescrive addirittura il divieto di ammettere alle negoziazioni cripto-attività dotate di funzioni che non permettano di rendere tracciabili le operazioni di scambio effettuate⁵⁵.

8. Altre norme

1. Abusi di mercato

Allo scopo di sottolineare la natura quasi-finanziaria delle cripto-attività, la Proposta dedica il Titolo VI alla prevenzione dei possibili abusi di mercato in riferimento alle negoziazioni di cripto-attività. Il titolo si applica infatti solo con riferimento alle cripto-attività che siano già state ammesse alle negoziazioni.

⁵³ Sui rischi ricollegati all'assenza di presidi di eguale trattamento nell'offerta al pubblico di cripto-attività si rimanda a FURNARI S. L., *Trough Equity Crowdfunding evolution and involution: Initial Coin Offering and Initial Exchange Offering*, disponibile al link:

https://www.researchgate.net/publication/337448137_FURNARI_S_L_Trough_Equity_Crowdfunding_evolution_and_involution_Initial_Coin_Offering_and_Initial_Exchange_Offering

⁵⁴ Solitamente *utility token* utilizzabili per ottenere sconti sulle commissioni di negoziazione. Si veda, per esempio, la cripto-attività Binance Coin (BNB) con la quale è possibile ottenere sconti commissionali sull'omonimo exchange.

⁵⁵ Art. 68, comma 1, ultima parte.

Le norme di questo titolo riguardano divieti e obblighi, potremmo dire “classici”, descritti agli artt. 76, 77, 78, 79 e 80 della Proposta. Questi articoli riguardano, rispettivamente, l’obbligo dell’emittente di rendere pubbliche informazioni privilegiate; il divieto di *insider trading*; il divieto di diffondere illecitamente informazioni privilegiate; nonché quello di porre in essere attività che possano avere effetti manipolatori sul mercato.

2. Autorità competenti

Il Titolo VII infine si occupa dei poteri e dei compiti delle autorità competenti.

Il principio fondamentale è che ogni Stato membro è libero di designare le autorità competenti per lo svolgimento dei compiti delineati dalla Proposta. Le norme di questo titolo si occupano di delineare i singoli poteri delle autorità competenti (art. 82), degli obblighi di cooperazioni fra autorità (art. 83) e della cooperazione fra l’EBA e l’ESMA (art. 84), i poteri sanzionatori conferiti alle autorità competenti (art. 92).

Infine, il Capitolo 3 è dedicato alle specifiche attività di supervisione attribuite all’EBA con particolare riferimento alla supervisione sugli ART e gli EMT rilevanti (artt. 98 e ss.) e sui rispettivi emittenti (artt. 103 e ss.).

9. Il tentativo di regolamentare la finanza crittografata e l’assenza di previsioni sugli operatori DeFi

La Proposta rappresenta sicuramente una novità di grande impatto nel settore delle cripto-attività nonché in quello dei mercati finanziari. Una sua adozione definitiva, soprattutto senza modifiche, non passerà sicuramente inosservata. Ciò è vero non solo per il mercato delle cripto-attività ma, soprattutto, per il mercato attualmente occupato dagli intermediari finanziari “tradizionali”.

Con riguardo al mercato delle cripto-attività, così come strutturata, nonostante la previsione di apposite esenzioni, la Proposta potrebbe avere l’effetto di rallentare la nascita di nuovi operatori, portando sicuramente al consolidamento dei soggetti esistenti, i quali sono già riusciti a raccogliere la liquidità necessaria per rispettare le norme che verranno implementate. D’altro canto, la Proposta potrebbe rendere la prestazione di questi servizi più sicura, in questo modo aumentando la fiducia da parte degli utilizzatori finali e quindi, indirettamente, il numero degli stessi.

Deve poi essere considerata con particolare riguardo l’intenzione di equiparare i prestatori di servizi in cripto-attività ai più tradizionali intermediari finanziari, nonostante la dichiarata natura non finanziaria delle cripto-attività oggetto di offerta.

Stupisce, infine, l’assenza di riferimenti alle entità *decentralizzate*, nonché a tutto il settore oggi in fase di grande sviluppo conosciuto con il termine di “DeFi” (che sta per *Decentralized Finance*). La scelta potrebbe trovare giustificazione nel fatto che questo nuovo mercato è ancora ai suoi albori. Ci si augura però che, prima di definire la regolamentazione, si possano prendere in considerazione anche questi operatori.

Diversamente, si affaccerebbero due scenari, con riferimento agli operatori e ai servizi *DeFi*.

Primo scenario è quello in cui questi operatori, non essendo considerati dalla normativa, continuano a operare con la loro essenziale struttura “diffusa”, che non ne consentirebbe una sicura e coerente regolamentazione. Secondo scenario ipotizzabile è quello in cui, in mancanza di regolamentazione, i servizi da questi offerti debbano ritenersi vietati.

Non potendo, allo stato, avere una chiara visione della futura regolamentazione, ciò che è sicuro oggi è che le regole qui ipotizzate si adattano poco al futuro sviluppo di enti *decentralizzati*, i quali potrebbero comunque continuare a operare (anche nel più completo anonimato) proprio in virtù dell’assenza di una *struttura tangibile* da assoggettare ad autorizzazione.