

ATTUALITÀ

Reverse solicitation, CASPs e crypto assets

11 Febbraio 2025

Alberto Manfroi, Partner, Atrigna & Partners

Debora Motta, Partner, Atrigna & Partners



Alberto Manfroi, Partner, Atrigna & Partners

Debora Motta, Partner, Atrigna & Partners

> **Alberto Manfroi**

Alberto Manfroi è Partner dello studio Atrigna & Partners. Si occupa di gestione collettiva del risparmio, corporate e M&A, diritto e regolazione degli emittenti quotati. Ha maturato una particolare esperienza nell'ambito del diritto commerciale e dei mercati finanziari, collaborando in particolare alla realizzazione di operazioni sul mercato primario e su strumenti derivati (prospetti informativi, contratti ISDA, emissioni obbligazionarie).

> **Debora Motta**

Debora Motta è Partner dello studio Atrigna & Partners. Si occupando principalmente di questioni inerenti il diritto dei mercati finanziari, bancario e societario, con particolare riguardo ai profili di gestione collettiva del risparmio, corporate e M&A, diritto e regolazione degli emittenti quotati.

La regolamentazione in materia di crypto assets ha subito un notevole avanzamento nell'ultimo anno, introducendo in capo ai prestatori dei servizi, e non solo, nuovi principi, obblighi e regole, di contenuto spesso molto tecnico.

Particolare interesse rivestono due recenti interventi dell'European Securities and Markets Authority (cd. **"ESMA"**) che offrono lo spunto per svolgere alcune riflessioni in merito alla disciplina della prestazione dei servizi e delle attività di investimento a seguito dell'iniziativa esclusiva dei clienti (cd. **"reverse solicitation"**) e al procedimento autorizzativo cui sono soggetti i prestatori di servizi per le cripto attività nell'Unione Europea (cd. **"CASPs"**) nonché all'utilizzo di terzi per lo svolgimento di funzioni operative del CASP (cd. **"outsourcing"**): si tratta del Final Report ESMA on the guidelines on reverse solicitation under the MiCA Regulation del 17 dicembre 2024 (di seguito **"Final Report"**), e del Supervisory Briefing on authorisation of CASPs under MiCA del 31 gennaio 2025 (di seguito **"Supervisory Briefing"**).

1. I rischi di elusione della disciplina MiCA

È noto come l'ESMA, da ultimo con l'Opinion to support the convergent application of MiCA del 31 luglio 2024, abbia posto il tema della concreta armonizzazione del diritto comunitario in relazione al Regolamento (UE) 2023/1114 (cd. **"MiCA"**) ed in particolare ai servizi offerti dalle piattaforme di trading di crypto assets, che svolgono un ruolo centrale per il relativo mercato, soprattutto quando si tratta di cd. **"Multifunction Crypto-asset Intermediaries"**, ossia soggetti che combinano un ampio raggio di servizi, prodotti o funzioni legate alle cripto attività, tipicamente attraverso piattaforme di scambio.

Poiché il mercato delle cripto attività si caratterizza per avere natura disintermediata, si pone il rischio che i CASPs residenti in paesi terzi possano, sostanzialmente senza radicarsi sul territorio UE, offrire i loro servizi ai clienti europei attraverso un modello che prevede il trasferimento sistematico degli ordini raccolti nella UE a una piattaforma di trading localizzata in un paese terzo extra UE.

In generale, alla luce delle considerazioni svolte nei documenti richiamati, emerge come il rischio di elusione della disciplina MiCA da parte dei CASPs possa realizzarsi principalmente in due diversi contesti.

1.1. Reverse solicitation

Anzitutto, può aversi il caso dell'impresa extra UE che, in difetto di una qualsiasi autorizzazione ad operare nei paesi UE, presta i propri servizi in regime di reverse solicitation, ossia su iniziativa del cliente stesso che, in assenza di qualsivoglia attività di sollecitazione, si è spontaneamente rivolto al soggetto estero. Proprio su questo tema l'ESMA nel Final Report ha fornito decisivi chiarimenti, che peraltro possono verosimilmente trovare applicazione anche in relazione alla disciplina dei servizi di investimento, di pagamento e bancari rispetto ai quali per primi si pongono temi del tutto analoghi.

In tal senso, l'ESMA sottolinea come questa esenzione debba essere interpretata in modo molto restrittivo, rappresentando un'eccezione piuttosto che la norma, e non debba essere utilizzata per eludere i requisiti del MiCA.

Il Final Report dell'ESMA specifica le situazioni in cui un'impresa di un paese terzo sollecita clienti nell'UE. Ad esempio, qualsiasi forma di promozione o pubblicità rivolta a clienti europei, sia essa diretta o indiretta, è considerata sollecitazione. Ciò include l'uso di strategie di ottimizzazione dei motori di ricerca (SEO) mirate a utenti dell'UE, telefonate, e-mail, meeting di persona, comunicati stampa, inviti ad eventi e campagne marketing focalizzate anche solo sul brand. Anche la sponsorizzazione di un evento sportivo cui possano partecipare soggetti residenti in UE potrebbe assumere rilevanza; in tal caso si specifica che l'impresa extra UE, pur rimanendo libera di svolgere tale attività lato sensu "promozionale", dovrebbe però adottare sistemi che assicurino di non accettare clienti residenti nell'UE, non potendo, in tali casi, più beneficiare del regime della reverse solicitation.

In aggiunta, l'ESMA chiarisce che la sollecitazione può essere effettuata non solo dall'impresa stessa, ma anche da terzi che agiscono per suo conto o che hanno stretti legami con essa. Il riferimento si estende fino a ricomprendere influencer o creatori di contenuti che promuovono i servizi o le attività dell'impresa verso clienti dell'UE. In relazione a questi, ma in generale a tutti i soggetti terzi di cui in qualche modo l'impresa si avvalga, l'esistenza di accordi, anche solo verbali, che prevedano il riconoscimento di una remunerazione (anche non monetaria) costituisce un forte indicazione dell'esistenza di un'attività promozionale svolta nella UE. Persino gli articoli di stampa risulterebbero ammissibili solo se realizzati su iniziativa propria dell'autore, ad insaputa dell'impresa extra UE.

L'ESMA, inoltre, delimita ulteriormente l'ambito di applicazione del regime della reverse solicitation, arrivando ad escluderlo qualora al cliente (acquisito tramite reverse solicitation) in relazione ad uno specifico crypto asset, vengano poi offerti o presentati servizi in relazione a tipologie diverse di crypto assets. Per esempio, sono considerate non appartenenti alla medesima tipologia, tra le altre, le seguenti crypto attività:

- token riferiti ad assets basati principalmente su valute FIAT e token riferiti ad assets con una significativa ponderazione di crypto valute;
- crypto attività liquide e illiquide;
- utility token, token riferiti ad assets o token di moneta elettronica;
- token di moneta elettronica che non fanno riferimento alla stessa valuta ufficiale.

1.2. L'autorizzazione del CASP e i modelli di business elusivi

Un secondo contesto nel quale il rischio di aggiramento e arbitraggio del MiCA può prendere forma concreta è quello del procedimento di autorizzazione del CASP stesso, e ciò in considerazione del modello di business che il CASP intende adottare.

In tal senso, l'ESMA, nel Final Report, menziona una serie di fattori atti ad individuare l'esistenza di un modello di business che può eludere gli oneri normativi prescritti dal MiCA.

Precisamente, l'Autorità evidenzia che potrebbero indicare l'esistenza di un'offerta di servizi nell'UE da parte di piattaforme extra - UE, i seguenti fattori:

- il broker autorizzato nell'UE indirizza sistematicamente gli ordini ricevuti alla sede di esecuzione del gruppo (sia essa una piattaforma di trading o un altro broker) situata al di fuori dell'Unione;
- il broker autorizzato nell'UE non ha analizzato la disponibilità di altre sedi di esecuzione idonee non affiliate o non è in grado di fornire una giustificazione solida e motivata per non includere altre sedi di esecuzione non affiliate nella propria politica di esecuzione;

- quando promuove o pubblicizza i propri servizi, il broker autorizzato nell'UE si affida alla reputazione e al marchio della piattaforma non appartenente all'UE per attrarre clienti dell'UE, rendendo, ad esempio, difficile distinguere i suoi servizi da quelli della sede di esecuzione del gruppo.

2. Governance e utilizzo dell'outsourcing

Con specifico riguardo, invece, al procedimento autorizzativo dei CASPs, l'ESMA, nel Supervisory Briefing, pone l'attenzione su alcuni specifici aspetti che dovranno essere valutati con particolare rigore dalle Autorità Nazionali Competenti (cd. "ANC") chiamate a rilasciare le relative licenze.

In tale contesto, l'ESMA richiede alle ANC un approccio critico nel valutare l'esistenza di una corretta e solida strutturazione della governance affinché i centri decisionali risiedano all'interno dello Stato membro, individuando una serie di elementi idonei a far presumere, fermo il rispetto del principio di proporzionalità, una non sufficiente autonomia in capo al CASP, tra i quali, figura anche, quale indice di criticità, la presenza di più funzioni, in particolare se qualificabili come importanti, svolte da o per l'entità UE al di fuori dell'UE.

In tale contesto l'ESMA sembra quindi aver ben presente i potenziali profili elusivi spesso connaturati alla prestazione di servizi per le crypto attività, premurandosi quindi di evidenziare gli elementi ritenuti maggiormente critici e sintomatici di una non sufficiente autonomia gestionale del CASP.

Tra questi aspetti, merita un'attenzione particolare anche, come già accade per altri servizi di investimento e di gestione collettiva sottoposti a vigilanza, l'esternalizzazione di funzioni importanti, ritenuta potenzialmente idonea, da un lato ad incrementare il rischio operativo e, dall'altro a ridurre la supervisione diretta delle ANC.

In tale ambito, l'ESMA nel Supervisory Briefing sembrerebbe particolarmente sensibile all'esternalizzazione avente ad oggetto le funzioni di controllo, sulla cui valutazione particolari cautele dovranno essere poste in essere dai CASPs al fine di garantire nel continuo un efficace sistema dei controlli interni.

Restano fermi gli ulteriori aspetti fondamentali in tema di outsourcing, tra cui:

- evitare la creazione di entità fantasma: l'utilizzo della delega di funzioni o servizi non dovrebbero

arrivare al punto di rendere il CASP una letter-box entity;

- valutazioni del rischio ICT: le ANC devono valutare il rischio connesso all'esternalizzazione di servizi ICT sulla base dei requisiti stabiliti dal Regolamento (UE)2022/2554(cd. "DORA" - regolamento che insieme al MiCA e al regolamento DLT pilot regime costituisce il pacchetto finanza digitale a livello unionale);
- monitoraggio e controllo: il CASP deve dimostrare di mantenere il pieno controllo sulle attività esternalizzate, assicurando che vi sia personale interno con adeguate competenze per supervisionare tali operazioni;
- limitazioni geografiche: l'esternalizzazione a soggetti che operano in altre giurisdizioni deve essere attentamente valutata per evitare che ciò impedisca alle ANC di reperire informazioni e, inoltre, qualora si tratti di soggetti extra-UE deve essere valutata la quantità e l'importanza delle funzioni esternalizzate rispetto a quelle svolte dall'entità;
- informazioni complete: il CASP deve fornire informazioni complete e idonee a consentire all'ANC di svolgere l'attività di supervisione;
- esternalizzazioni infragruppo: le ANC dovranno analizzare più dettagliatamente tali esternalizzazioni al fine di assicurarsi che l'attività di selezione dell'entità a cui esternalizzare l'attività sia stata svolta nel rispetto dei criteri previsti dal quadro normativo applicabile;
- custodia degli assets: l'attività di custodia degli assets dei clienti può essere esternalizzata ai soli soggetti autorizzati a svolgerla ai sensi della normativa di riferimento.

Nel corretta strutturazione dei controlli interni da parte del CASP resta infine un aspetto delicato il rischio di riciclaggio di denaro e finanziamento del terrorismo (AML/CFT) particolarmente elevato nel settore dei crypto assets a causa della natura transfrontaliera e pseudonimia delle transazioni, sul quale, del resto la stessa Banca d'Italia, ha di recente avviato una pubblica consultazione diretta ad estendere ai CASPs, al momento senza modifiche, le (i) Disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela per il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo del 30 luglio 2019 (cd. "Disposizioni

sull'adeguata verifica"), e le (ii) Disposizioni in materia di organizzazione, procedure e controlli interni per finalità antiriciclaggio del 26 marzo 2019 (cd. "Disposizioni sull'organizzazione e controlli interni").

I CASPs, pertanto, a tendere, saranno soggetti, come già avviene per gli altri intermediari vigilati dalla Banca d'Italia a fini antiriciclaggio alle Disposizioni sull'organizzazione e controlli interni, che definiscono l'assetto di governance e dei controlli che gli intermediari bancari e finanziari devono adottare per il contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo, richiedendo a tali soggetti quindi un maggiore effort in termini di risorse e controlli al fine di presidiarne il rischio adeguatamente.

3. Il procedimento autorizzativo

Oltre ai principali elementi da sottoporre all'attenzione delle ANC in sede di valutazione delle istanze autorizzative dei CASPs, sin qui esaminati, il Supervisory Briefing fornisce altresì alcune istruzioni a beneficio di tali entità inerenti alla predisposizione della documentazione relativa al processo di autorizzazione, ai criteri di valutazione che le ANC sono tenute ad utilizzare nell'analisi fit & proper ed alle tempistiche del procedimento.

Con specifico riguardo a tale ultimo punto, l'ESMA ha fornito dei chiarimenti riguardo i tempi correlati alla procedura di autorizzazione dei CASPs.

Ebbene, i CASPs sono tenuti a comunicare le informazioni prescritte dal MICA almeno 40 giorni prima di prestare servizi per le cripto attività per la prima volta. Una volta ricevuta la documentazione, le ANC dovranno valutare entro 20 giorni lavorativi dal ricevimento della notifica la completezza delle informazioni fornite. Esaminata la documentazione, tali ANC hanno facoltà di richiedere integrazioni documentali, sospendendo la decorrenza del periodo di 40 giorni e fissando un termine – che non può eccedere i 20 giorni – per ottenere le informazioni richieste. Una volta che il periodo di sospensione è decorso, l'ANC avrà 20 giorni per valutare la completezza della documentazione integrativa ottenuta ed emettere un provvedimento autorizzativo, di diniego o richiedere all'entità di effettuare nuovamente l'istanza autorizzativa.

3.1. La comunicazione congiunta Consob – Banca d'Italia

Infine, anche le Autorità di Vigilanza italiane di settore, ossia Consob e Banca d'Italia, ad ulteriore dimostrazione della sensibilità dimostrata dai regulators sul tema dell'effettivo rispetto della disciplina MiCA, hanno recentemente pubblicato una comunicazione congiunta del 30 gennaio 2025 che, riprendendo il Supervisory Briefing, ha evidenziato che in virtù di quanto stabilito dall'ESMA:

- i CASPs che gestiscono piattaforme di negoziazione non possono rendere disponibili per il trading cripto attività classificabili come asset-referenced tokens (cd. ARTs) o electronic money tokens (cd. EMTs) se gli emittenti di tali strumenti non sono autorizzati secondo i Titoli III e IV del MiCA;
- i CASPs che offrono servizi assimilabili a un'offerta al pubblico o a una richiesta di ammissione alla negoziazione, come la ricezione e trasmissione di ordini, l'esecuzione di ordini per conto di clienti e lo scambio di cripto attività con fondi o altre cripto attività, devono sospendere tali servizi qualora comportino l'acquisto di ARTs ed EMTs non conformi al MiCA.

Tali prescrizioni sono divenute efficaci dalla fine di gennaio 2025. Tuttavia, i CASPs potranno continuare a fornire servizi per le posizioni già esistenti in cripto attività non conformi esclusivamente per consentirne la liquidazione fino alla fine del primo trimestre del 2025.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

