Il Mulino - Rivisteweb

Claudio Frigeni

Il mercato primario delle cripto-attività. Offerta al pubblico e regime di trasparenza nella proposta di Regolamento MiCA

(doi: 10.4478/106698)

Osservatorio del diritto civile e commerciale (ISSN 2281-2628)
Fascicolo Speciale, settembre 2022

Ente di afferenza:
()

Copyright © by Società editrice il Mulino, Bologna. Tutti i diritti sono riservati.
Per altre informazioni si veda https://www.rivisteweb.it

Licenza d'uso

Questo articolo è reso disponibile con licenza CC BY NC ND. Per altre informazioni si veda https://www.rivisteweb.it/

Il mercato primario delle cripto-attività

Offerta al pubblico e regime di trasparenza nella proposta di Regolamento MiCA

Claudio Frigeni

Primary Market in Crypto-Assets: Disclosure Regime for ICOs in MiCA Regulation Proposal

The initial public offer of crypto-assets (ICOs) has attracted growing attention from a regulatory perspective in many jurisdictions. The proposed MiCA Regulation has envisaged the application in the UE of three separate but inter-connected disclosure regimes (for asset-referenced tokens, e-money tokens and other tokens), largely modelled on the existing EU Prospectus Regulation regime. The article examines the scope of the special disclosure regimes for ICOs in MiCA Regulation proposal and focuses on the differences and similarities with respect to the Prospectus Regime, analyzing if and to what extent they are justified.

Keywords: ICOs, IPOs, token, coin, crypto-assets, MiCAR, Public Offer, Disclosure, Prospectus, White Paper.

1. Offerta al pubblico di cripto-attività e trasparenza «finanziaria» nella proposta di Regolamento MiCA: inquadramento generale

La crescita esponenziale registrata negli ultimi anni, a livello internazionale, di emissioni e offerte di *token* (o *coin*)[1] utilizzati per la raccolta di risorse finanziarie tra il pubblico (c.d. *Initial Coin Offers* o *ICOs*)[2] ha reso sempre più

[1] Per una disamina del fenomeno v. OECD, *Regulatory Approaches to the Tokenisation of Assets*, 2021, disponibile all'indirizzo https://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/Regulatory-Approaches-to-the-Tokenisation-of-Assets.pdf e OECD, *The Tokenisation of Financial Assets and Potential Implications for Financial Markets*, 2020, disponibile all'indirizzo https://www.oecd.org/finance/The-Tokenisation-of-Assets-and-Potential-Implications-for-Financial-Markets.htm. V. anche Banca d'Italia, *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività,* giugno 2022, disponibile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2022/cripto/Comunicazioni-della-Banca-d-Italia-DLT-cripto.pdf.

[2] ESMA, *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, disponibile all'indirizzo https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_cryp-

 ISSN 2281-2628 © Società editrice il Mulino

urgente una presa di posizione a livello normativo, anche in considerazione dei connotati altamente speculativi assunti da tale fenomeno e dei comportamenti fraudolenti che, con una certa frequenza, hanno accompagnato tali operazioni[3]. È emerso, infatti, con sempre maggiore evidenza, che le incertezze sulla disciplina applicabile e l'assenza di una regolamentazione specifica si sono tradotte in un vuoto di tutela per il pubblico dei risparmiatori[4], rimasti esposti a rischi significativi a causa delle asimmetrie informative esistenti in ordine alla natura e alle caratteristiche dei *token* oggetto di offerta, amplificati dalla natura immateriale degli stessi[5], nonché ai rischi intrinseci alla tecnologia sottostante alla loro emissione[6].

Si colloca in questo contesto la proposta di Regolamento MiCA (di seguito MiCA), presentata dalla Commissione Europea nel settembre 2020[7], successivamente rivista a seguito della chiusura della prima fase della procedura di legislazione ordinaria[8] e attualmente ancora in discussione nelle

to_advice.pdf. Per la letteratura, v. C. Sandei, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, Giappichelli, 2022. Per la letteratura straniera, seppure in regime pre-MICAR cfr. P. Hacker e C. Thomale, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Financial Company and Law Review*, 2018, 15, pp. 645 ss.

[3] In tema di frodi e *ICOs*, v. T. Conlon, R.J. McGee, *ICO Fraud and Regulation*, in S. Corbet (a cura di), *Understanding Cryptocurrency Fraud*, Berlin, De Gruyter, 2022, pp. 43 ss.

[4] Con riguardo alla tutela degli investitori nelle *ICOs*, Sandei, *op. cit.*, pp. 104 ss.

[5] In tema di applicazione dei diritti di proprietà ai *token* v. G. Spindler, *Fintech, Digitalization, and the Law Applicable to Proprietary Effects of Transactions in Securities (Tokens): A European Perspective*, in *The Uniform Law Review*, 2019, 24, pp. 336 ss.

[6] Sui profili di regolazione tecnologica, F. Bassan, *L'Executive Order dell'Amministrazione Biden sui Digital Assets. Prime considerazioni*, in *Rivista di diritto bancario*, 15 marzo 2022, disponibile all'indirizzo https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/03/fabio-bassan-editoriali-2022.pdf.

[7] Commissione europea, Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, 24 settembre 2020, COM(2020)593 final. V. i commenti di R. Lener, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della Commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari «crittografati»?*, in *Diritto bancario*, ottobre 2020, disponibile all'indirizzo https://www.dirittobancario.it/art/cripto-attivita-prime-riflessioni-sulla-proposta-della-commissione-europea-nasce-una-nuova-disciplina/. V. anche F. Mattasoglio, *Aspettando l'Unione europea… Il paradosso delle ICOs: una regolazione nazionale per un fenomeno globale*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2020, 2, pp. 348 ss.

[8] Consiglio dell'Unione europea, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937 (MiCA) – Letter to the Chair of the European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs*, 5 ottobre 2022, 2020/0265(COD). Con l'accordo provvisorio sulla proposta di regolamento relativo ai mercati delle criptoattività presentata dalla Commissione il 23 settembre 2020 si è chiusa la prima fase della procedura legislativa ordinaria prevista dall'art. 294 TFUE. A quest'ultima versione, resa pubblica in data 5 ottobre 2022, si farà riferimento nel prosieguo del testo, salvo che sia diversamente specificato.

istituzioni dell'Unione Europea, la quale mira a dettare una specifica disciplina relativamente all'offerta e alla commercializzazione di «cripto-attività», definite come rappresentazioni digitali di «valore» o di «diritti» che possono essere trasferite e memorizzate elettronicamente attraverso la tecnologia di registro distribuito o una tecnologica analoga (in sostanza, i *coin* o *token*)[9].

La regolamentazione MiCA non è, tuttavia, destinata a trovare applicazione con riguardo all'emissione o alla prestazione di servizi in relazione a tutte le cripto-attività, essendo escluse in principio, oltre alle cripto-attività uniche e non fungibili con altre cripto-attività[10], le cripto-attività suscettibili di essere qualificate alla stregua di «strumenti finanziari» ai sensi della disciplina UE (c.d. *securities token*), integralmente soggette alla disciplina in tema di servizi finanziari prevista per i medesimi[11], nonché le cripto-attività qualificabili come «depositi», «depositi strutturati», cartolarizzazioni e (salvo che rientrino nella nozione di *e-money token*), quelle qualificabili come «fondi». Le «cripto-attività» suscettibili di essere ricondotte all'interno di una di tali nozioni restano, quindi, al di fuori del campo di applicazione della normativa MiCA, la quale risulta in linea di principio destinata a regolare tutte le altre «cripto-attività» e assume, così, carattere residuale[12].

Al contempo, va fin subito rilevato che la disciplina MiCA risulta largamente ispirata ai principi elaborati con riguardo alla regolamentazione in tema di servizi finanziari, tanto che essa è incentrata sulla previsione di una riserva di legge per la prestazione di servizi aventi ad oggetto la commercializzazione di cripto-attività (il cui svolgimento viene riservato a soggetti sottoposti a requisiti prudenziali tenuti a rispettare specifiche regole di

[9] Cfr. art. 3(1), n. 2, MiCA.

[10] Cfr. art. 2(2a), MiCA. Nel considerando n. 6b tale esclusione viene giustificata sulla base del rilievo che in tali casi il valore del *token* si ricollega alle caratteristiche di unicità dell'*asset* e all'utilità che ne trae il titolare, al contempo precisandosi, nel successivo considerando n. 6c, che il frazionamento di un *token* unico e infungibile comporta che i *token* commercializzati non possono essere considerati come unici e infungibili, restando tale qualificazione ancorata alle caratteristiche di unicità dell'asset rappresentato dal *token*. In tema di NFT, v. A. Von Appen, *NFTs: Paving the Way to the Digital Future?*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2021, 2, pp. 571 ss.

[11] Cfr. art. 2(3), lett. a), MiCA. V. E. La Sala, *L'applicazione della Distributed Ledger Technology all'emissione di strumenti finanziari di debito*, in *Società*, 2019, pp. 717 ss.

[12] Per un primo commento su questa impostazione di «doppio binario» v. F. Annunziata, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *Diritto Bancario*, ottobre 2020, disponibile all'indirizzo https://www.dirittobancario.it/art/verso-una-disciplina-europea-delle-cripto-attivita-riflessioni-margine-recente-proposta-commissione. Cfr. anche D. Masi, *Le cripto-attività: proposte di qualificazione giuridica e primi approcci regolatori*, in *Banca, Impresa, Società*, 2021, 2, pp. 241 ss.

condotta)[13], nonché, per quanto più specificamente rileva ai fini in discorso, sulla previsione di una specifica disciplina di trasparenza obbligatoria destinata a trovare applicazione all'offerta al pubblico di cripto-attività[14].

In altri termini, l'impostazione sottesa a MiCA, chiaramente influenzata dal principio di neutralità tecnologica[15], mentre *sul piano formale* tende a operare una cesura tra le cripto-attività, prevedendo una distinta disciplina a seconda che esse siano o meno riconducibili alla nozione di «strumenti finanziari» (o a una delle altre categorie rilevanti ai fini dell'applicazione della normativa finanziaria), *sul piano sostanziale* mira a operare un ravvicinamento della disciplina applicabile alla commercializzazione di tutte le «cripto-attività», assoggettando anche a quelle per le quali non trova diretta applicazione la disciplina finanziaria generale, una regolamentazione che, pur presentando profili di peculiarità, risulta ispirata a principi del tutto analoghi.

Merita poi di essere osservato, in via preliminare, che a fronte di una nozione generale di «cripto-attività» adottata dal MiCA, coerente con la natura residuale attribuita alla relativa disciplina, il testo normativo distingue all'interno di tale categoria tra le cripto-attività[16] suscettibili di assumere un valore intrinseco in considerazione del collegamento con un valore di riferimento (*asset-referenced token*), ovvero connotate dalla funzione di mezzo di scambio (*e-money token*) – entrambe considerate potenzialmente in grado di porre rischi sul piano della stabilità finanziaria e, perciò, destinatarie di uno specifico set di regole –, e le altre cripto-attività, in linea generale utilizzate per rappresentare un diritto nei confronti dell'emittente che può assumere un contenuto vario. Esse possono rappresentare una pretesa di contenuto patrimoniale, partecipativo, ovvero un diritto a ricevere o a usufruire beni o servizi realizzati o da realizzarsi da parte dell'emittente (in quest'ultimo caso le cripto-attività sono definite come *utility token*)[17].

[13] La disciplina sui fornitori di servizi di cripto-attività è contenuta nel Titolo V MiCA.

[14] V. P. Giudici, G. Ferrarini, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: A Market-Based Critique of MiCA*, in E. Avgouleas, H. Marjosola (a cura di), *Digital Finance in Europe: Law, Regulation and Governance*, Berlin, De Gruyter, 2022, pp. 87 ss.

[15] Per una valutazione critica in merito alla portata generale che viene riconosciuta al medesimo principio v. di recente U. Malvagna, A. Sciarrone, P. Leocani, A. Tranquillini, *Tecnologie di registro distribuito (Distributed Ledger Technologies) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (securities token): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato*, in *Rivista di diritto bancario*, 2022, 2, pp. 73 ss.

[16] Per una riflessione sui problemi classificatori dei *token*, in regime pre-MiCA, v. G. Gitti, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2020, 1, 13 pp. e F. Annunziata, *La disciplina delle Trading Venues nell'era delle evoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla Distributed Ledger Technology*, in *Rivista ODC*, 2018, 3, pp. 1 ss., 24. Per la letteratura straniera v. Hacker, Thomale, *op. cit.*, pp. 645 ss.

[17] Cfr. M. De Mari, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *Rivista ODC*, 2019, 2, pp. 267

Benché per gli *asset-referenced token* e per gli *e-money token* sia dettata una regolamentazione specifica[18], con riguardo all'offerta al pubblico di *token* o *coin* – nonché, secondo la versione più recente della proposta MiCA, in caso di richiesta di ammissione degli stessi alla negoziazione su una piattaforma di scambio di cripto-attività – è prevista l'applicazione di una disciplina incentrata su principi in larga misura coincidenti. In particolare, transitando così allo specifico oggetto del presente contributo, la disciplina MiCA prevede in via generale, per l'offerta al pubblico di tutti i *token* (inclusi gli *asset-referenced* e gli *e-money*), che l'offerta sia preceduta dalla pubblicazione di un documento informativo da redigere sulla scorta di specifiche indicazioni normative (denominato «*white paper*») e che tale documento informativo sia trasmesso a una autorità pubblica[19] competente a vigilare sul suo contenuto, la quale risulta chiamata, più in generale, a vigilare sullo svolgimento dell'offerta al pubblico.

Si tratta, all'evidenza, di una disciplina di trasparenza largamente ispirata a quella prevista dal Regolamento UE n. 2017/1129 («Regolamento Prospetto»)[20] per l'offerta al pubblico di «titoli» (o, secondo la formulazione utilizzata dalla normativa nazionale, di «valori mobiliari»), della quale, coerentemente con l'impostazione generale di cui si è dato appena conto, la disciplina di trasparenza per l'offerta al pubblico di cripto-attività contenuta nel MiCA sembra voler costituire una sorta di «prolungamento». L'offerta al pubblico di cripto-attività che non assumono la qualifica di strumenti finanziari è così assoggettata a una disciplina analoga a quella dettata nell'ambito della regolamentazione finanziaria per l'offerta al pubblico di strumenti finanziari[21] (*recte*, nel caso di specie, di «valori mobiliari»[22]).

ss. e anche E. Rulli, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Rivista ODC*, 2019, 1, pp. 121 ss., p. 148.

[18] Rispettivamente Titolo I per le cripto-attività diverse da *asset-referenced token* da *e-money token*; Titolo II per gli *asset-referenced token* e Titolo III per gli e-*money token.*

[19] V. art. 5 MiCA per le cripto-attività diverse dagli *asset-referenced* e dagli *e-money token*, che rinvia all'Allegato I; art. 17 MiCA per gli *asset-referenced token* che rinvia all'Allegato II; art. 46 MiCA per gli *e-money token* che rinvia all'Allegato II.

[20] Regolamento UE 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE, 30 giugno 2017, OJ L 168/12.

[21] In senso critico rispetto a questa impostazione, cfr. Giudici, Ferrarini, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure*, cit., pp. 87 ss.

[22] Per alcune considerazioni sulle conseguenze che discendono dal fatto che la diversa area di applicazione del Regolamento Prospetto rispetto all'esclusione operata dalla disciplina MiCA con riguardo alle cripto-attività che si qualificano come strumenti finanziari, con conseguente esclusione anche delle cripto-attività che sono strumenti finanziari ma non sono valori mobiliari, per le quali quindi non trova applicazione né l'una né l'altra si rinvia al par. 2.

Pur presentando alcune differenze, tanto la disciplina del Regolamento Prospetto quanto la disciplina MiCA risultano incentrate, infatti, sulla previsione di un obbligo a carico dell'emittente o dell'offerente di pubblicare, prima di procedere all'offerta nei confronti del pubblico, un documento che – per quanto in un caso sia denominato «prospetto» e nell'altro «*white paper*» – risulta destinato a fornire una serie di informazioni relativamente alle caratteristiche dell'emittente, dell'offerente, al contenuto dell'offerta e alle modalità con le quali la stessa è destinata a realizzarsi, nonché (e soprattutto) a illustrare i rischi connessi alla scelta di aderire all'offerta[23]. Tanto nell'una quanto nell'altra disciplina è previsto, inoltre, che tale documento informativo debba essere preventivamente sottoposto a una autorità pubblica, la quale è chiamata a vigilare sulle informazioni fornite nello stesso e, più in generale, sul regolare svolgimento dell'offerta.

La differenza più rilevante, sotto questo profilo, è rappresentata dal fatto che secondo la disciplina del Regolamento Prospetto, l'autorità pubblica è chiamata ad esprimersi preventivamente sul contenuto del prospetto e ad autorizzarne la pubblicazione, mentre nel caso del *white paper* previsto dal MiCA, la preventiva autorizzazione è richiesta solo per quello destinato ad accompagnare le offerte pubbliche aventi ad oggetto gli *asset referenced token*[24] e gli e-*money token*[25], risultando invece previsto, in via generale, per tutti gli altri tipi di *token* regolati dal MiCA, che il soggetto tenuto alla pubblicazione si limiti a notificare preventivamente il *white paper* all'autorità competente[26].

Tuttavia siffatta scelta, più che essere rivolta a connotare in termini differenti il ruolo dell'autorità di vigilanza, sembra ispirata soprattutto all'esigenza di evitare che una formale autorizzazione da parte di una pubblica autorità possa generare nel pubblico dei risparmiatori un improprio affidamento sul contenuto del *token* oggetto di offerta[27]. In effetti, a ben vedere, il ruolo attribuito all'autorità di vigilanza competente, tanto sul contenuto del documento quanto sulla regolarità dell'offerta, non presenta particolari differenze. Anche nelle fattispecie di offerte al pubblico di *token* per le quali è contemplata solo una notifica preventiva, l'autorità pubblica alla quale il *white paper* è notificato vigila sul contenuto dello stesso ed è dotata di poteri di intervento del tutto analoghi a quelli previsti per il caso di offerte pub-

[23] In dottrina, per alcune prime osservazioni sul ruolo del *white paper* nella nuova disciplina, v. S. Casarrubea, *Il ruolo del White Paper sulle offerte al pubblico di cripto-attività alla luce della proposta MiCA*, in *Rivista ODC*, 2022, 1, pp. 215 ss.

[24] V. art. 16 MiCA.

[25] Art. 43 MiCA.

[26] V. Art. 4(2a) MiCA.

[27] In questa direzione v. art. 6(1), lett. e) MiCA.

bliche di valori mobiliari o di *token* per i quali è richiesta l'autorizzazione preventiva del *white paper*, in relazione sia alle informazioni rese pubbliche tramite il *white paper*, sia alle modalità di svolgimento dell'offerta[28].

A ulteriore conferma della sovrapponibilità delle due discipline, va pure rilevato che trovano applicazione nel contesto del MiCA una serie di esoneri dall'obbligo di pubblicazione del *white paper* coincidenti con quelli rinvenibili nel Regolamento Prospetto e alla base dei quali sembrano potersi rinvenire le medesime giustificazioni. È il caso dell'esonero previsto in presenza di un'offerta rivolta a una cerchia ristretta di persone, di numero inferiore a 150[29] (che nell'ambito della disciplina prevista dal Regolamento Prospetto si ritiene fondato sull'insussistenza di una sollecitazione all'investimento qualificabile nei termini di un'offerta al pubblico) nonché delle esclusioni contemplate per l'ipotesi in cui l'offerta sia riservata ai soli investitori qualificati[30] ovvero preveda un corrispettivo totale inferiore a 1 milione di euro nell'arco dei 12 mesi[31] (circostanze nelle quali, secondo quanto affermato dalla letteratura sulla disciplina dell'offerta pubblica di strumenti finanziari, si ritiene non ricorra l'esigenza di tutela considerata alla base della disciplina, rappresentata dalla tutela del pubblico risparmio)[32].

Si può, quindi, sostenere che tra la disciplina di trasparenza prevista dal Regolamento Prospetto e quella contemplata in MiCA sussiste una omogeneità di fondo tale da far ritenere che quest'ultima sia ispirata alla medesima *ratio*, ossia quella di tutelare gli investitori al fine di favorirne l'efficiente allocazione delle risorse finanziarie da parte del pubblico dei risparmiatori[33]. Del resto, se ne trae conferma anche dagli specifici esoneri dalla pubblicazione del *white paper* previsti dalla disciplina MiCA in corrispondenza di un'offerta di cripto-attività che avvenga a titolo gratuito[34] ovvero di cui si preveda un'automatica attribuzione a titolo di ricompensa per il mantenimento della DLT per la convalida delle operazioni[35], la cui ragion d'essere può agevolmente essere ricondotta all'assenza, in tali casi,

[28] In questo senso, con riferimento ai poteri di intervento sul contenuto del *white paper*, v. in particolare art. 82(1), lett. l), la), n), t) MiCA; con riguardo allo svolgimento dell'offerta, cfr. art. 82(1), lett. o), p), ra), rb) MiCA. Sul punto v. anche quanto espressamente affermato ai considerando nn. 19-20.

[29] Art. 4(2b), lett. a) MiCA.

[30] Art. 4(2b), lett. c) MiCA.

[31] Art. 4(2b), lett. b) MiCA.

[32] Per tali considerazioni con riguardo agli esoneri previsti dalla disciplina del Regolamento Prospetto, v. A. Perrone, *Il mercato dei capitali*, Milano, Giuffrè, 2020, pp. 71 ss.; F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2021, pp. 367 ss.

[33] V. considerando 50 MiCA.

[34] V. Art. 4(2) lett. a) MiCA.

[35] Art. 4(2) lett. b) MiCA.

per definizione, di un attività tesa alla raccolta di risorse finanziarie tra il pubblico[36].

Sulla scorta delle considerazioni appena svolte non sembra superfluo, allora, precisare che la disciplina di trasparenza prevista da MiCA per l'offerta al pubblico di cripto-attività trova la sua giustificazione non tanto nell'esigenza di tutelare gli acquirenti di *token* secondo una prospettiva, per così dire, «consumeristica» (in quanto, cioè, parte debole di una relazione contrattuale)[37], ma piuttosto nell'esigenza di tutelare gli acquirenti di *token* in quanto investitori, secondo una prospettiva nella quale assume rilievo centrale la dimensione «finanziaria» connessa all'offerta al pubblico. In altri termini, obiettivo della disciplina è la tutela degli investitori in quanto funzionale a tutelare l'interesse (pubblico) alla efficiente e corretta canalizzazione delle risorse finanziarie. Interesse che si manifesta in corrispondenza di fenomeni considerati suscettibili di incidere, in relazione alle caratteristiche dell'oggetto di cui viene sollecitato l'acquisto e alle modalità con cui viene condotta l'offerta, sulla corretta allocazione del pubblico risparmio. Nella prospettiva adottata da MiCA, pertanto, le *ICOs* sono considerate idonee in linea di principio a realizzare una fattispecie rilevante sotto questo profilo, anche quando non ricorrono quegli elementi che, sulla base della disciplina finanziaria elaborata a livello UE, sono considerati idonei ad attivare tale esigenza di tutela.

Muovendo da questa premessa, il presente contributo intende offrire alcune prime riflessioni con riguardo al regime di trasparenza predisposto nel MiCA in relazione al mercato primario delle cripto-attività, soffermandosi in particolare su: *a*) il perimetro di applicazione della disciplina di trasparenza «finanziaria» alle *ICOs* e le conseguenze che si determinano rispetto alla disciplina vigente a livello UE e a livello di ordinamento italiano; *b*) i regimi

[36] Piuttosto, qualche ulteriore riflessione potrebbe essere sollecitata dal fatto che nel MiCA la soglia di rilevanza regolamentare dell'offerta è invariabilmente fissata in un corrispettivo pari a 1 milione di euro (o equivalente) in 12 mesi, mentre nella disciplina del Regolamento Prospetto è concessa agli Stati membri la possibilità di elevare l'esonero fino alla soglia di 8 mln di euro (scelta operata dall'ordinamento italiano sia con riguardo ai titoli assoggettati alla normativa europea, sia con riguardo ai prodotti finanziari regolati dalla disciplina nazionale) e, ancor di più, dalla mancata previsione dell'esonero previsto dal Regolamento Prospetto per il caso in cui l'offerta di titoli abbia valore unitario inferiore a euro 100.000 o comunque comporti necessariamente l'investimento di una cifra corrispondente. In entrambi i casi, la scelta sembra sottendere l'idea che nel contesto delle offerte al pubblico di cripto-attività l'esigenza di tutelare la corretta canalizzazione delle risorse finanziarie si mostra in termini più ampi rispetto a quella riconosciuta con nel caso di valori mobiliari.

[37] Ciò non toglie che tale prospettiva sia da rinvenirsi alla base di altre disposizioni contenute in MiCA. Per alcune riflessioni sulla *ratio* consumeristica del MiCA, v. M. Maugeri, *Mercato finanziario, cripto-attività, proposta di regolamento MICA (Markets in Crypto-Assets) e tutela del consumatore*, in *Contratto impresa e Europa*, 2022, 1, pp. 1 ss.

speciali di trasparenza nella disciplina MiCA, con particolare riferimento alla previsione di un obbligo di pubblicazione di *white paper* per l'emissione di *e-money token*; *c*) la finalità di tutela che può effettivamente e realisticamente ritenersi perseguita tramite la previsione di una disciplina di trasparenza obbligatoria nel contesto delle *ICOs*.

2. Il perimetro di applicazione della trasparenza «finanziaria» alle ICOs e l'impatto sulla disciplina vigente

Nella ricostruzione del perimetro di applicazione di una disciplina di trasparenza al fenomeno dell'offerta pubblica di *ICOs* occorre muovere dalla regola base, fissata in MiCA, secondo cui la relativa disciplina non trova applicazione in presenza di cripto-attività qualificabili quali «strumenti finanziari» ai sensi della disciplina eurounitaria.

Tale scelta di fondo, lo si è già avuto modo di accennare, risponde alla volontà di lasciare invariata la disciplina applicabile ai *token* qualificabili in termini di strumenti finanziari, intervenendo, così, con la nuova disciplina dettata nel MiCA a regolare i *token* per i quali prima non trova applicazione alcuna specifica regolamentazione. Tuttavia, con specifico riguardo all'obbligo di trasparenza previsto in relazione all'offerta pubblica di cripto-attività meritano di essere svolte alcune precisazioni, in ragione del peculiare assetto che la regolamentazione finanziaria assume in questo ambito.

In primo luogo, va osservato che la disciplina dell'UE in tema di offerta al pubblico contenuta nel Regolamento Prospetto non si applica all'intera categoria degli strumenti finanziari, bensì solo alla sotto-categoria dei «valori mobiliari» («*transferable securities*»)[38]. L'esclusione dall'area di applicazione del MiCA dell'intera categoria dei *securities token* comporta, quindi, che l'offerta al pubblico di cripto-attività qualificabili come strumenti finanziari diversi dai valori mobiliari non sarà soggetta né alla disciplina del Regolamento Prospetto, né alle regole di trasparenza MiCA, dovendosi allora verificare l'eventuale applicabilità di specifiche regole di trasparenza. Il riferimento, in

[38] V. Art. 4(1) n. 44: «"Valori mobiliari": categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, ad esempio: a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure». Così 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, 12 giugno 2014, OJ L 173/349 (Mifid II).

particolare, è alle cripto-attività suscettibili di essere qualificate nei termini di quote di OICR, per le quali deve ritenersi che, in applicazione del principio di neutralità tecnologica, troverà applicazione la specifica disciplina di trasparenza prevista in generale per l'offerta al pubblico di quote di OICR.

In secondo luogo, l'affermazione per cui la disciplina di trasparenza prevista dal MiCA risulta diretta a colmare un vuoto, mentre risulta corretta se riferita al quadro disciplinare risultante dalle fonti della regolamentazione UE, non può essere tenuta ferma qualora si assuma quale punto di confronto l'assetto normativo del nostro ordinamento interno. Come noto, la normativa italiana in materia di offerta al pubblico non si esaurisce nella regolamentazione di matrice eurounitaria, ma prevede l'applicazione di una disciplina di trasparenza anche quando l'offerta al pubblico, pur non avendo ad oggetto strumenti finanziari, risulti comunque relativa a «prodotti finanziari»[39]. Non è questa la sede per ripercorrere il dibattito relativo agli elementi che concorrono a integrare tale nozione[40], risultando sufficiente rilevare che, per il diritto italiano vigente, l'offerta di cripto-attività suscettibili di essere qualificate come «prodotto finanziario» comporta l'applicazione in capo all'offerente dell'obbligo di pubblicare di un prospetto da sottoporre preventivamente al vaglio autorizzativo della Consob.

In base al diritto italiano vigente, il tema si presenta in termini di maggiore complessità, dovendosi quindi procedere, dapprima, a valutare se il *token* possa essere qualificato come valore mobiliare e assoggettato alla disciplina di trasparenza dettata nel Regolamento Prospetto e, in caso negativo, procedere a verificare se esso non sia comunque suscettibile di essere considerato alla stregua di un «prodotto finanziario» e perciò assoggettato alla disciplina di trasparenza prevista dalla normativa nazionale[41].

In tale contesto, la scelta operata da MiCA, mentre dal punto di vista della regolamentazione europea risulta diretta a introdurre un regime di trasparenza obbligatoria per l'offerta al pubblico di cripto-attività che ne andavano esenti, riguardata dal punto di vista del diritto interno in realtà finisce in larga misura per sovrapporsi– e, vista anche la finalità sottesa al MiCA,

[39] Sul rapporto tra la normativa eurounitaria e quella interna, cfr. *ex multis* Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., pp. 369 ss.; E. Bellini, *Il nuovo Regolamento Prospetto: le opportunità per un più facile ricorso al mercato dei capitali e una più effettiva armonizzazione dei processi a livello comunitario*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 4, pp. 851 ss.

[40] V. *ex multis*, P. Spada, *Sulla ricchezza assente alla fine del millennio*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, 1999, I, pp. 407 ss.; D. Libonati, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, Giuffrè, 1999; F. Carbonetti, *Dai valori mobiliari agli strumenti finanziari*, in *Riv. soc.*, 1996, pp. 1103 ss.; S. Patriarca, *Prodotti e strumenti finanziari*, in M. Cera, G. Presti (a cura di), *Il testo unico finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020, pp. 67 ss.

[41] Con specifico riferimento alla possibilità di sussumere i *token* nella categoria dei prodotti finanziari, v. ampiamente Sandei, *op. cit.*, pp. 136 ss.

di superare la frammentazione delle differenti regolamentazioni nazionali esistenti, per sostituirsi *in toto* – alla normativa nazionale.

In linea generale, sembra potersi cioè sostenere che a seguito dell'approvazione di MiCA, *per un verso*, l'emissione o l'offerta di cripto-attività non qualificabili come valori mobiliari ma riconducibili alla nozione di prodotti finanziari non sarà più assoggettata all'obbligo di pubblicazione di un prospetto ai sensi dell'art. 94-*bis* TUF, ma dovrà essere preceduta dalla pubblicazione di un *white paper*, ai sensi dell'art. 4 MiCA; *per l'altro*, l'emissione o l'offerta di cripto-attività non qualificabili né come valori mobiliari né come prodotti finanziari, finora esonerati dall'obbligo di predisposizione di un prospetto, sarà a sua volta attratta alla disciplina di trasparenza prevista da MiCA.

La ricostruzione appena operata merita, in realtà, di essere ulteriormente precisata e specificata, specie alla luce delle modifiche intervenute nell'ultima versione di MiCA. Nella prima versione resa nota dalla Commissione UE, la proposta di regolamentazione MiCA non prevedeva alcun esonero dalla disciplina di trasparenza applicabile all'offerta al pubblico di *token* in ragione delle caratteristiche intrinseche della cripto-attività oggetto di offerta. Ferme restando le peculiari disposizioni dettate con riguardo agli *e-money token* e agli *asset-referenced token*, la normativa MiCA appariva destinata ad applicarsi all'offerta pubblica di tutti i *token* diversi dai *securities token*, qualunque fosse il tipo di diritto o valore rappresentato digitalmente, a prescindere da ogni valutazione in merito al contenuto della cripto-attività oggetto di offerta. Se ne ricavava, quindi, l'impressione che il *medium* tecnologico attraverso il quale si realizza la rappresentazione dei diritti o dei valori attribuiti dal *token* (e tramite il quale gli stessi risultano suscettibili di essere scambiati) fosse considerato di per sé idoneo a imprimere una potenzialità intrinsecamente finanziaria, sufficiente a giustificare sempre e comunque l'assoggettamento a una disciplina di trasparenza obbligatoria da prospetto[42].

Nella più recente versione di MiCA, tale conclusione deve essere, almeno in parte, rivista, essendo state espressamente previste due ipotesi di esonero dalla normativa applicabile in caso di offerta al pubblico – e non dall'intera disciplina applicabile alle cripto-attività – riguardanti, in primo

[42] Tale considerazione trovava implicita conferma anche nella limitata valenza che veniva riconosciuta alla qualificazione di una cripto-attività come *utility token*, Benché nel considerando n. 9 si leggesse l'affermazione secondo cui «tali utility token hanno finalità non finanziarie connesse al funzionamento di una piattaforma e servizi digitali e dovrebbero essere considerati un tipo specifico di cripto-attività», la nozione di *utility token* rivestiva all'interno della prima versione della disciplina MICAR una valenza alquanto marginale, tanto che l'intera disciplina di trasparenza prevista in caso di offerta al pubblico trovava integrale applicazione anche a tale categoria di cripto-attività. Vale la pena osservare che nella più recente versione della disciplina MiCA, il considerando n. 9 è stato riformulato e non si ritrova più l'affermazione relativa alla natura non finanziaria degli *utility token*.

luogo, gli *utiliy token* che abbiano ad oggetto un bene già esistente o un servizio già operativo[43] e, in secondo luogo, i *token* che prevedano il diritto a ottenere beni o servizi da parte dell'emittente o da soggetti appartenenti a una rete con i quali l'emittente abbia in essere accordi contrattuali[44].

Tali esoneri, peraltro circondati da cautele e limitazioni[45], confermano che la finalità della disciplina di trasparenza risiede nella tutela dell'interesse alla efficiente canalizzazione delle risorse finanziarie. Si tratta, infatti, di circostanze al ricorrere delle quali, in considerazione dello stretto collegamento con un bene o di un servizio esistenti, l'acquisto o la sottoscrizione di queste cripto-attività viene considerato inidoneo ad assumere una valenza finanziaria e, quindi, rilevare ai fini dell'appello al pubblico risparmio. Le ipotesi di esclusione assumono comunque carattere eccezionale e la concreta ricorrenza di una di tali fattispecie, attesa la portata generale della disciplina di trasparenza, dovrà essere provata da chi intende invocare l'esonero.

Se ne ricava che, alla luce della attuale formulazione di MiCA l'offerta al pubblico di cripto-attività nella prospettiva della regolamentazione UE, tende *naturalmente* ad assumere una valenza «finanziaria» quale che sia il contenuto della pretesa attribuita al titolare del *token*, salva la possibilità di dimostrare la concreta ricorrenza di una delle due ipotesi nelle quali il legislatore eurounitario ritiene ricorrano elementi tali da escludere con sufficiente grado di certezza che l'utilità ritratta dall'acquisto o dalla sottoscrizione del *token*, in quanto direttamente ed effettivamente finalizzata al godimento di un bene o di un servizio, sia qualificabile come «non finanziaria».

In questa prospettiva, pare doversi continuare a ritenere che la sussistenza delle riferite condizioni di esonero valga a individuare, sul piano del contenuto del *token*, l'unico elemento rilevante al fine di determinare l'applicazione o meno di una disciplina di trasparenza all'offerta pubblica di cripto-attività anche nel nostro ordinamento interno, senza che vi sia lo spazio per una autonoma valutazione, nell'ambito della disciplina dell'offerta al pubblico di cripto-attività, sulla base della nozione di prodotto finanziario attualmente prevista dalla normativa italiana. In altri termini, per i *token* esclusi dalla disciplina di trasparenza MiCA non potrà, in ogni caso, trovare applicazione una disciplina di trasparenza interna, anche qualora fossero rinvenibili in concreto elementi idonei a qualificare tale cripto-attività alla stregua di un prodotto finanziario. La disciplina MiCA, in quanto tesa a disciplinare integralmente il fenomeno dell'offerta al pubblico di cripto-attività diverse dai *securities token*, è destinata a rappresentare l'unico riferimento normativo in

[43] Art. 4(2), lett. (ca) MiCA.
[44] Art. 4(2), lett. (cb) MiCA.
[45] Cfr. Considerando n. 14b e le previsioni contenute nell'art. 4(2) e 4(2c) MiCA.

base al quale determinare non solo la sussistenza ma anche l'insussistenza di un obbligo di trasparenza.

3. La previsione di un regime speciale di trasparenza per gli *e-money token* e per gli *asset-referenced token*

Transitando al secondo punto di queste brevi osservazioni, vorrei spendere rapidamente qualche parola sui regimi di trasparenza «speciali» contenuti in MiCA e destinati a trovare applicazione quando l'offerta al pubblico abbia ad oggetto gli *e-money token* e *asset referenced token*. Esula dall'ambito di questo contributo offrire un esame dei profili qualificatori alla base dell'applicazione di questa disciplina differenziata. Mi preme, piuttosto, osservare che in questi casi il tema della raccolta di risorse finanziarie tra il pubblico realizzata tramite l'offerta di queste tipologie di *token* si interseca con profili specifici e ulteriori, connessi alla funzione monetaria e para-monetaria che gli *e-money token* e *asset referenced token* tendono ad assumere, con potenziali ricadute sotto il profilo sistemico che giustificano la previsione di un ulteriore livello di regolamentazione.

L'obbligo di pubblicare un *white paper* in corrispondenza di un'offerta pubblica si innesta, quindi, in questi casi, all'interno di una disciplina più articolata, che prevede anzitutto che l'emissione di questi tipi di *token* costituisca una attività riservata, alla quale possono accedere – oltre agli enti creditizi sottoposti a vigilanza prudenziale ai sensi della generale disciplina eurounitaria – solo soggetti che siano stati autorizzati allo svolgimento di tale attività da parte dell'autorità pubblica competente, nel caso degli *e-money token*, quali enti creditizio o IMEL, nel caso degli *asset referenced token*, sulla base di una specifica disciplina dettata nello stesso MiCA[46].

Con specifico riguardo agli *e-money token*, non si può evitare di rilevare che, in quanto espressamente qualificati come «moneta elettronica» e tendenzialmente assoggettati alla medesima disciplina[47], in linea di principio dovrebbero ritenersi esclusi, sulla base della normativa finanziaria generale, dagli obblighi di trasparenza previsti in caso di offerta al pubblico[48]. Del

[46] Cfr., rispettivamente artt. 15 e 43 MiCA.

[47] Cfr. artt. 43(1a) e 43(1b) MiCA.

[48] Sulla base del principio di neutralità tecnologica, a dire il vero, tale qualifica dovrebbe essere sufficiente a escludere l'applicazione dell'intera disciplina MiCA, ma proprio con riguardo agli *e-money token* si riscontra un'espressa eccezione, essendo previsto che nonostante rientrino, in quanto qualificati come «moneta elettronica», nella nozione di «fondi» ai sensi dell'art. 4(25) della Direttiva 2015/2366 UE, sono comunque assoggettati alla regolamentazione prevista da MiCA: cfr. art. 2(3), lett. ca) MiCA.

resto, la disciplina prevista in tema di moneta elettronica – espressamente richiamata anche per gli *e-money token*[49] – mira ad assicurare che il ricorso a tale strumento non possa assumere valenza finanziaria.

Ciò nonostante, l'offerta al pubblico di questa tipologia di *token*, in base a MiCA, risulta assoggettata alla disciplina di trasparenza da *white paper* ed è pure richiesto che tale documento informativo non solo sia notificato ma venga anche preventivamente autorizzato dall'autorità competente.

Al di là degli specifici profili di disciplina che si riscontrano in tale circostanza, vale la pena sottolineare che l'applicazione della disciplina di trasparenza anche all'offerta pubblica di *e-money token* sembra offrire una ulteriore riprova dell'impostazione dalla quale muove l'intera disciplina di MiCA che si è già avuto modo di evidenziare. Si rinviene, anche in questo caso, l'attribuzione di una intrinseca portata «finanziaria» alla commercializzazione di *token*, tale da giustificare, anche in presenza di una cripto-attività qualificabile in termini di strumento di pagamento, l'attivazione della disciplina di trasparenza in presenza di una sollecitazione all'acquisto o alla sottoscrizione nei confronti del pubblico risparmio.

4. Sulla effettiva finalità sottesa all'obbligo di pubblicazione preventivo di un *white paper*

In chiusura di discorso, vorrei svolgere una notazione di carattere più generale con riguardo alla scelta di affidare la tutela dei risparmiatori e, più a monte, l'interesse all'efficiente allocazione delle risorse finanziarie, a una disciplina incentrata su un obbligo di trasparenza da realizzarsi tramite la pubblicazione di un documento informativo soggetto a controllo pubblico.

In particolare, sulla scorta del parallelismo tracciato con la disciplina del Regolamento Prospetto viene da chiedersi se le finalità che giustificano la previsione di un obbligo di trasparenza in corrispondenza di una offerta di strumenti finanziari (e, nel nostro ordinamento, di prodotti finanziari) siano rinvenibili anche nell'offerta al pubblico di cripto-attività.

È noto, con riguardo alla disciplina di trasparenza da prospetto, il dibattito in letteratura circa l'effettiva giustificazione alla base della previsione

[49] Trova applicazione anche agli *e-money token* sia la regola per cui questi devono necessariamente essere emessi alla pari al momento della ricezione dei fondi corrispondenti (art. 44(3) MiCA), sia quella secondo cui deve essere assicurata al titolare in ogni momento la possibilità di ottenere la restituzione dell'ammontare convertito in moneta elettronica e registrato sulla stessa (art. 44(4) MiCA), nonché quella secondo cui non è possibile attribuire interessi o benefici di altra natura ai possessori in ragione del tempo per il quale hanno posseduto tali strumenti (art.45 MiCA).

di un obbligo di trasparenza e, in particolare, le perplessità avanzate con riguardo alla effettiva possibilità di ritenere che la disciplina di trasparenza possa realisticamente essere volta a curare le asimmetrie informative che tipicamente caratterizzano l'offerta al pubblico di strumenti finanziari[50]. Vero è che il legislatore eurounitario continua a considerare l'informativa contenuta nel prospetto come direttamente funzionale a tutelare la libertà di scelta degli investitori, i quali sarebbero così messi in condizione di operare una scelta consapevole una volta resi edotti delle caratteristiche dello strumento e dei rischi connessi[51]. In effetti, anche i recenti interventi normativi in tema di offerte al pubblico risparmio, connotati dalla previsione di un prospetto *light* («Prospetto UE della crescita») e di ulteriori strumenti di trasparenza da consegnare agli investitori in corrispondenza di offerte pubbliche di determinati prodotti («KIID» e «KID»), sembrano confermare tale impostazione[52].

Tuttavia, da tempo questa impostazione è stata messa in discussione da ampia parte della letteratura, sulla base del rilievo per cui, in realtà, l'informativa resa pubblica tramite il prospetto non risulta effettivamente in grado di indirizzare le scelte degli investitori, quanto meno quelle dei risparmiatori, a tutela dei quali è pure previsto l'obbligo di pubblicazione di tale documento informativo.

La finalità perseguita dalla disciplina di trasparenza viene piuttosto ricollegata al fatto che l'obbligo di pubblicare un prospetto contenente una serie dettagliata di informazioni e da sottoporre a una autorità pubblica risulta idoneo *ex ante* a scoraggiare iniziative spregiudicate o, comunque, non sufficientemente strutturate[53]. In questa prospettiva, la redazione obbligatoria di un prospetto, anche in ragione dei costi che sono connessi alla sua redazione, funge da meccanismo di selezione di iniziative che risultino dotate di un minimo di serietà e credibilità.

Al contempo, le informazioni rese note in corrispondenza dell'offerta al pubblico sono considerate suscettibili di assumere una specifica valenza *ex post*, posto che qualora le informazioni rese risultino essere incomplete o scorrette se ne può far derivare una responsabilità per gli eventuali danni cagionati agli investitori in capo all'emittente e, più in particolare, nei

[50] Perrone, *Il mercato dei capitali*, cit., pp. 71 ss.

[51] Cfr. Considerando 3; 4; 7 Regolamento Prospetto.

[52] Con riferimento alle più recenti evoluzioni della disciplina eurounitaria in materia di trasparenza per l'offerta al pubblico v. A. Perrone, *«Light» Disclosure Regimes: The EU Growth Prospectus*, in D. Bush, G. Ferraringi, J.P. Franx (a cura di), *Prospectus Regulation and Prospectuus Liability*, Oxford, Oxford University Press, 2020, pp. 229 ss. Cfr. P. Münchhalfern, R. Gaschler, *Attention Distribution of Current Key Investor Documents: Standardization as a Long-Term Goal of the PRIIP Regulation*, in *Journal of Consumer Policy*, 2021, 44, pp. 73 ss.

[53] V. per tutti Perrone, *Il mercato dei capitali*, cit., p. 71.

confronti dei soggetti a vario titolo coinvolti nell'offerta al pubblico, specie i soggetti aventi natura istituzionale, maggiormente sensibili al rischio di incorrere in eventuali responsabilità risarcitorie sia in quanto sufficientemente patrimonializzati, sia per ragioni reputazionali. Più che a favorire una scelta effettivamente consapevole, l'obbligo di informativa preventiva mira allora a precostituire, in questa prospettiva, un titolo di responsabilità in favore degli investitori che, anche in considerazione della potenziale *vis* espansiva nei confronti dei soggetti istituzionali tipicamente coinvolti in una operazione di *IPOs*, tende soprattutto ad assumere una funzione deterrente e a stimolare la funzione di *gatekeepers* affidata ai soggetti istituzionali.

Resta a questo punto da verificare se le medesime considerazioni possano essere replicate con riferimento alla normativa MiCA. Alla previsione di obblighi di trasparenza nel contesto delle *ICOs* non sembra, in effetti, possa essere riconosciuta la capacità di eliminare o anche solo di ridurre significativamente le asimmetrie informative che connotano l'offerta di criptoattività. L'estrema variabilità del contenuto che i *token* posso assumere e le intrinseche difficoltà di comprensione delle caratteristiche e dei rischi connessi alla tecnologia utilizzata inducono a dubitare seriamente che la lettura del *white paper* possa consentire a un risparmiatore di formulare una scelta di investimento consapevole. Invero, più a monte, in un contesto di mercato caratterizzato dall'utilizzo di canali informatici sembra difficile immaginare che tra i risparmiatori siano in molti a considerare di dedicare del tempo alla lettura del *white paper*. Tanto più che non vi è alcuna previsione che obblighi l'emittente o l'offerente a trasmettere tale documento informativo individualmente a ciascun soggetto che manifesti l'interesse ad aderire all'offerta e che, pertanto, anche solo il suo concreto reperimento da parte di un risparmiatore, per quanto agevolato dal necessario riferimento al *white paper* che deve essere inserito in tutte le comunicazioni commerciali, sembra costituire una eventualità alquanto remota.

Ne discende che anche la disciplina prevista da MiCA sembra dover trovare altrove la sua concreta ragion d'essere e che questa possa essere rinvenuta, analogamente a quanto rilevato con riferimento alla disciplina del Regolamento Prospetto, nell'effetto deterrente che la disciplina di trasparenza tende naturalmente a realizzare. La stessa previsione secondo cui la documentazione informativa da rendere pubblica deve preventivamente essere comunicata a una pubblica autorità, senza che sia richiesta una autorizzazione da parte di quest'ultima, appare funzionale proprio a rafforzare tale effetto deterrente.

La previsione dell'obbligo di redigere un *white paper* per l'offerta pubblica di *token* appare, quindi, diretta soprattutto a ridurre la possibilità che sul mercato vengano promosse raccolte di risorse finanziarie per iniziative

palesemente immeritevoli o che non superano quella soglia organizzativa minima necessaria per poter rappresentare compiutamente e in maniera credibile, in un documento da sottoporre a una pubblica autorità e dotato di carattere vincolante, le caratteristiche essenziali dell'iniziativa per la quale si promuove la raccolta del risparmio del pubblico. In altri termini, i costi organizzativi e finanziari che la normativa di trasparenza finisce per imporre si traducono in una forma di selezione all'ingresso, riservando la possibilità di realizzare offerte al pubblico di *token* a soggetti in grado di raggiungere un minimo di strutturazione, necessariamente richiesto per poter accedere a forme di raccolta del pubblico risparmio.

Non sembra, invece, così agevole riconoscere alla previsione della necessaria pubblicazione del *white paper* una capacità deterrente anche sul piano della responsabilità civile che ne consegue, alla quale pure la normativa MiCA mostra di attribuire una importanza centrale[54]. In primo luogo, per le specifiche difficoltà connesse alla azionabilità di una tutela risarcitoria in considerazione del substrato tecnologico tramite il quale si instaura il rapporto di investimento e che determina una serie di profili problematici, anzitutto con riguardo all'individuazione della giurisdizione e della legge applicabile[55], oltre che della effettiva possibilità di aggredire il patrimonio del soggetto di cui pure fosse accertata la responsabilità.

In secondo luogo, le stesse modalità di funzionamento del mercato di cripto-attività, tipicamente connotato dalla «disintermediazione» e dal ricorso a modalità per lo più informali per la diffusione delle informazioni relative all'esistenza di un'offerta di *token* (tipicamente, i canali «social»[56]) rendono *prima facie* meno agevole il coinvolgimento di altri soggetti – e, soprattutto, dei soggetti istituzionali che sono tipicamente coinvolti nelle *IPOs* – in una eventuale responsabilità da informazioni scorrette o incomplete contenute nel *white paper*.

Tanto detto, va pure osservato che il fenomeno delle *ICOs* è in continua evoluzione e che sempre più frequentemente l'offerta al pubblico non si realizza tramite semplice ricorso al *web* da parte dell'emittente o dell'offerente, ma in stretto collegamento con le piattaforme di scambio di cripto-attività[57],

[54] V. le previsioni contenute negli artt. 14, 22 e 47 MiCA, relative alla responsabilità civile per le informazioni rese pubbliche tramite pubblicazione di un *white paper* nelle varie tipologie di *token*, nelle quali, tra l'altro, viene espressamente esclusa la validità di qualunque previsione contrattuale tesa a escludere tale responsabilità.

[55] In tema diffusamente Sandei, *op. cit.*, p. 177.

[56] Sul tema, v. M. Cossu, *Delle scelte di investimento dei post-millenials e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, 5-6, pp. 1253 ss.

[57] V. Y. Bakos, H. Halaburda, *The Roke of Cryptographic Tokens and ICOs in Fostering Platform Adoption*, CESIFO Working Paper, 2019.

al punto che è stato sottolineato come possa ormai considerarsi diffusa la prassi di affidare direttamente agli *exchange* sui quali i *token* sono destinati a essere scambiati la gestione e la promozione dell'offerta al pubblico[58]. In linea con tale sviluppo, del resto, nell'ultima versione di MiCA è stato espressamente previsto che al titolare della piattaforma possa essere contrattualmente affidato, sulla base di uno specifico accordo raggiunto con l'emittente, il compito di redigere, notificare all'autorità pubblica e pubblicare il *white paper*[59]. Inoltre, l'ammissione su una piattaforma di scambio di un *token* deve necessariamente essere preceduta dalla pubblicazione del *white paper* qualora lo stesso non sia stato precedentemente pubblicato e, in questo caso, gli obblighi di trasparenza, qualora non siano stati precedentemente adempiuti dall'emittente o dall'offerente, possono gravare direttamente sul titolare della piattaforma di scambio[60].

Se ne trae, pertanto, l'impressione che la disciplina di trasparenza e, più ancora nello specifico, la responsabilità risarcitoria ad essa connessa, per questa via possa effettivamente avere l'effetto di incentivare, nel contesto delle *ICOs*, l'assunzione da parte del titolare della piattaforma del ruolo di *gatekeeper* e, così, contribuire alla selezione di iniziative effettivamente meritevoli di raccogliere risorse finanziarie tra il pubblico. Ciò, a maggior ragione, alla luce della specifica regolamentazione dettata in MiCA per i soggetti che intendono esercitare l'attività di prestazione del servizio di gestione di piattaforme di scambio di *token*, la quale tende chiaramente a far assumere a tali soggetti la veste di operatori istituzionali[61].

Claudio Frigeni
Dipartimento di Scienze Giuridiche
Università Cattolica del Sacro Cuore – sede di Piacenza
Via Emilia Parmense 84
29122 Piacenza
claudio.frigeni@unicatt.it
Orcid: 0000-0001-8317-5567

[58] Sandei, *op. cit.*, pp. 4 ss.

[59] Cfr. art. 4a(1b) MiCA.

[60] Se l'ammissione avviene su sua inziativa: art. 4a(1a) MiCA.

[61] Il riferimento è alle disposizioni che disciplinano in generale la prestazione di servizi relativi a cripto-attività, tra i quali viene fatta rientrare anche la gestione di piattaforme di scambio, nonché, più in particolare, alle specifiche previsioni dettate nell'art. 68 MiCA.