

Andrea Vicari

# Il white paper nella proposta di regolamento sulle crypto-attività (MiCAR)

(doi: 10.4478/106710)

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 *white paper* nella proposta di regolamento sulle cripto-attività (MiCAR)

Andrea Vicari

## The White Paper in the Crypto-Asset Regulation Proposal (MiCAR)

The MiCAR proposal requires the issuer to be subject to certain organizational, conduct and disclosure rules, including the preparation of a white paper and the notification of the same to the relevant national authority in the case of utility tokens or its approval in the case of ARTs. The white paper must contain a set of information, which is relatively flexible and focused on the characteristics of the product offered. The paper outlines the content of the white paper, the procedure to be followed with the authorities, the possible modifications of the same, and the supervisory authority's controls. The final part is devoted to the rules on issuer's liability, which require some interpretive corrections, particularly in the area of allocation of the burden of proof, so as to ensure effective protection for investors.

**Keywords:** Utility Token, ART, White Paper, Procedures, Changes, Supervisory Authority's Control, Liability Regime, Burden of Proof, Protection of Investors.

## 1. Premessa

Con la proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività del 24 settembre 2020 (c.d. MiCAR), l'Unione europea ha pianificato il quadro giuridico per l'emissione di token con e senza riferimento ad asset sottostanti: rispettivamente *asset-reference token* (o ART) e utility token<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> A fianco di queste due tipologie se ne registra una terza, anch'essa disciplinata dalla proposta MiCAR: i *token* valutari o *currency* o *e-money token* (nella letteratura specialistica e tra le autorità di vigilanza si è venuta nel tempo affermando questa categorizzazione, che è stata poi recepita dalla proposta MiCAR). Gli ART sono molto simili ai classici titoli azionari o agli strumenti finanziari (partecipativi o non). Sono caratterizzati dal fatto che conferiscono ai loro possessori diritti (di dividendo o di credito) nei confronti dell'emittente. Talvolta i *token* d'investimento conferiscono anche diritti di partecipazione simili a quelli degli azionisti, come il diritto di voto nelle decisioni più importanti (per questa ragione sono detti anche *investment token*). Gli *utility token* non danno diritto a pagamenti, ma garantiscono l'accesso a un servizio, a un prodotto o a una piattaforma della società. In questo contesto solitamente dipende dal progetto concreto che si intende finanziare (con il collocamento o la negoziazione sulla cripto-piattaforma) se il *token* è più simile a un *voucher* con cui si possono utilizza-

Per entrambe le tipologie di token la proposta MiCAR impone all'emittente l'obbligo di predisporre un white paper, e cioè un documento funzionale a fornire le informazioni essenziali sull'offerta della crypto-attività (o sulla prevista ammissione alle negoziazioni), al fine di aiutare i potenziali acquirenti a prendere una decisione informata.

Per gli utility token il white paper va solo «notificato» all'autorità di vigilanza competente e poi pubblicato. Per gli ART, invece, è richiesta l'«approvazione» del documento da parte dell'autorità.

Anche per questa ragione, la disciplina del white paper risulta duplicata all'interno della proposta MiCAR in due diversi titoli (rispettivamente il II e il III), con alcune differenze in ragione delle peculiari caratteristiche dei token offerti.

Per meglio comprendere la funzione del white paper e i dettagli della proposta MiCAR è utile ricostruire brevemente il percorso che ha portato alla nuova normativa.

Nella valutazione d'impatto alla base della proposta, la Commissione europea si è essenzialmente concentrata sugli ART e ha osservato che alcuni di questi potrebbero essere qualificati come strumenti finanziari ai sensi della MiFID II, mentre altri potrebbero essere definiti come moneta elettronica ai sensi della EMD 2<sup>2</sup>.

Tuttavia, mentre alcuni ART potrebbero effettivamente rientrare nelle categorie normative esistenti, un gran numero di essi non presenta caratte-

re i servizi dell'emittente o a un investimento imprenditoriale con le relative opportunità e rischi. Quest'ultimo caso si verifica soprattutto se il prodotto, il servizio o la piattaforma non esistono ancora, ma devono essere sviluppati con l'aiuto dei proventi del collocamento. L'acquisto di un simile *token* si posiziona, quindi, spesso a metà strada tra il consumo di beni e l'investimento. I *token* valutari si differenziano dalle due categorie sopra citate perché non generano crediti nei confronti dell'emittente. Le proprietà principali sono le funzioni di mezzo di scambio e di riserva di valore. La funzione di mezzo di scambio descrive, in realtà, l'idea originale alla base dei *token*: essi sono nati come mezzo di pagamento. Dal punto di vista pratico, tuttavia, questa funzione svolge attualmente un ruolo marginale. Questo perché la maggior parte delle operazioni non serve per regolare transazioni economiche, ma viene effettuata per motivi di arbitraggio commerciale o di investimento. Inoltre, i *token* valutari sono meno correlati allo sviluppo economico generale rispetto ai *token* di investimento convenzionali, poiché non sono legati a un emittente. Come è stato osservato, i *token* valutari rappresentano una nuova classe di *asset* con una funzione simile a quella dell'oro, motivo per cui vengono talvolta definiti «oro digitale» (cfr. per questa illustrazione riassuntiva, per tutti, C. Behme, P. Zickgraf, *Zivil- und gesellschaftsrechtliche Aspekte von Initial Coin Offerings (ICOs)*, in *ZfPW*, 2019, pp. 66 ss.).

<sup>2</sup> Cfr. *Commission staff working document impact assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on markets in crypto-assets and amending Directive (EU) 2019/1937*, 24 aprile 2020, approvata il 29 maggio 2020, spec. pp. 32 ss.

ristiche simili agli strumenti finanziari o alla moneta elettronica e non può essere ricondotto all'attuale legislazione UE<sup>3</sup>.

La Commissione ha preso in considerazione a questo punto tre opzioni: adottare misure legislative ad hoc per gli ART, farli rientrare nell'ambito della EMD2 oppure limitarne l'uso.

Soppesando i pro e i contro – dopo aver anche acquisito il parere dell'EBA e dell'ESMA<sup>4</sup> – la Commissione ha deciso di abbracciare le prime due soluzioni. Da un lato, con la proposta MiCAR la Commissione ha introdotto misure legislative tailor made per questi token e deciso di utilizzare la legislazione secondaria per regolare i requisiti che gli emittenti di cripto-asset devono possedere per il collocamento; dall'altro, ha lavorato per ricondurre taluni specifici token nell'ambito della direttiva EMD 2 (sono questi, in particolare, alcuni token di moneta elettronica)<sup>5</sup>.

Ovviamente l'aspetto più rilevante – e che interessa in questa sede – è il primo: la proposta MiCAR stabilisce che nessun ART può essere offerto al pubblico o ammesso alla negoziazione su una piattaforma di trading per

<sup>3</sup> Prima della proposta MiCAR, v. ad es. Behme, C. e Zickgraf, P., *Zivil- und gesellschaftsrechtliche Aspekte*, cit., 69; nella dottrina italiana v. spec. – anche per più specifiche ricostruzioni dei *token* quali strumenti o prodotti finanziari – G. Nori, *Bitcoin, tra moneta e investimento*, in *Banca, impr. soc.*, 2021, pp. 171 ss.; C. Sandei, *Initial coin offering e appello al pubblico risparmio*, in *Diritto del fintech*, a cura di M. Cian e dell'A., Milano, 2020, pp. 277 ss.; F. Annunziata, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *Dir. banc.*, 16 ottobre 2020; R. Lener, S.L. Funari, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari «crittografati»?* , in *Dir. banc.*, ottobre 2020; E. Rulli, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in *Rivista ODC*, 2019, 1, pp. 121 ss.; M. De Mari, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, *ibidem*, 2019, 2, pp. 267 ss.; E. Girino, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, pp. 733 ss.; P. Carrière, *Le «criptovalute» sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di «strumenti finanziari», «valori mobiliari» e «prodotti finanziari»; tra tradizione e innovazione*, *ibidem*, 2019, pp. 117 ss.; M. Passaretta, *Bitcoin: il leading case italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, pp. 471 ss. Per una ricostruzione più generale v. P. Hacker, C. Thomale, *Crypto-securities regulation: ICOs, token sales and cryptocurrencies under EU financial law*, in *ECFR*, 2018, pp. 645 ss.

<sup>4</sup> Cfr. EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 9 gennaio 2019 (su [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu)), e ESMA, *Advice Initial Coin Offerings and crypto-assets*, 9 gennaio 2019 (su [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)).

<sup>5</sup> Di conseguenza agli *e-money token* che possono essere considerati anche moneta elettronica si applicano due tipi di regolamentazione: l'EMD 2 e il MiCAR. Secondo la Commissione questo approccio è coerente con «un quadro globale e olistico dell'UE in materia di *stable-coin* [criptovalute il cui valore è ancorato a quello di una valuta avente corso legale stabile] in grado di attenuare i rischi individuati dal Consiglio per la stabilità finanziaria»; è stata creata una «disciplina *bespoke* del mercato dei *crypto-asset* diversi dagli strumenti finanziari» (così P. Ciocca, *Le iniziative regolamentari per il fintech: a che punto siamo?*, 2021, su [www.consob.it](http://www.consob.it)).

cripto-asset se l'emittente non è autorizzato nell'UE e non pubblica un white paper approvato dall'autorità nazionale competente. Questo si giustifica in considerazione del timore che questa tipologia di cripto-attività possa causare rischi sistemici (le procedure autorizzative coinvolgono, peraltro, più autorità, con possibilità per le stesse di vietare l'offerta nel caso di minaccia alla stabilità finanziaria).

Con l'occasione la Commissione ha ritenuto opportuno regolamentare anche gli utility token, per i quali la scelta della proposta MiCAR è stata, però, solo quella di far predisporre all'emittente un white paper, senza richiederne, come detto, l'approvazione.

Dovremmo, dunque, già fissare due primi punti fermi che emergono da questa breve ricostruzione preliminare: da un lato, gli utility token non sono stati l'obiettivo principale della proposta MiCAR o, quantomeno, si è avvertito che i rischi generati dal loro collocamento sollevano minori necessità di regolamentazione; dall'altro, vi è l'esigenza per la stessa autorità di vigilanza di comprendere – caso per caso – le caratteristiche distintive dei token commercializzati dagli emittenti, allo scopo di escluderli dal novero degli strumenti finanziari o delle monete (e dall'applicazione della relativa disciplina); di conseguenza, il white paper è chiamato ad assolvere anche questa importante funzione.

## **2. L'impostazione della proposta MiCAR, in particolare per gli *utility token***

Illustrato in questi termini il processo di evoluzione normativa, potrebbe sembrare che l'impostazione prescelta dalla Commissione non si discosti di molto da quella della disciplina del Regolamento relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato (Regolamento 2017/1129/UE o Regolamento Prospetto): potrebbe apparire, cioè, che la proposta MiCAR abbia solo l'obiettivo di fare ordine in un settore non regolato, mutuando, però, principi e schemi normativi già abbondantemente noti (in particolare, quelli relativi al prospetto).

In realtà non è così ed è proprio la novità di questa disciplina che ha suscitato alcune critiche, da diversi punti di vista, anche opposti tra loro.

È opportuno, dunque, analizzare anzitutto l'impostazione di fondo della proposta nella specifica parte relativa al white paper, al fine di comprendere a quali principi essa sia ispirata.

Come noto, i white paper sono documenti utilizzati da tempo nel mercato; essi vengono pubblicati regolarmente per le offerte iniziali di cripto-

attività (ICO) e di solito contengono informazioni sull'obiettivo commerciale dell'offerta, sui soggetti coinvolti nella procedura e sulla progettazione tecnica dei token. Spesso riportano anche informazioni sui rischi rilevanti.

Questo dimostra che – anche prima della proposta MiCAR – essi sono stati proposti dall'industria di settore su base volontaria e sono stati apprezzati dagli investitori.

Nel tempo, come noto, le autorità degli Stati membri dell'EU hanno iniziato a prendere posizione su questi documenti (anche con regolamentazione dedicata). In modo efficace, ad esempio, la BaFin (l'autorità federale di vigilanza finanziaria tedesca) nel 2019 ha sintetizzato che «i white paper non sono regolamentati, e l'emittente ha assoluta libertà di determinarne la forma e il contenuto. Si può, però, osservare che le informazioni contenute nei white paper spesso non sono sufficientemente esaurienti e precise e che i contenuti dei white paper vengono modificati anche nel corso della vita dell'ICO. I «libri bianchi» sono utilizzati principalmente come esercizio di pubbliche relazioni e come mezzo di comunicazione. Pertanto, non offrono un'adeguata protezione agli investitori. I white paper non sono documenti di informazione e documenti di responsabilità paragonabili ai prospetti informativi sui titoli e sugli investimenti di capitale o ai fogli informativi richiesti dalla legge»<sup>6</sup>.

Con la proposta MiCAR la Commissione si è, dunque, proposta di far sì che i white paper – pur mantenendo le loro caratteristiche (anche di «mezzi di comunicazione e di pubbliche relazioni») – possano diventare «documenti di informazione», idonei a consentire agli investitori scelte di investimento ponderate e, al ricorrere di certe condizioni, a generare «responsabilità».

L'impostazione è più tradizionale con riferimento agli ART, per i quali è previsto un regime maggiormente rigoroso, un contenuto più analitico e un intervento pervasivo delle autorità di vigilanza. L'impostazione è, invece, diversa e più innovativa con riferimento agli utility token: il white paper va predisposto e pubblicato, ma non va approvato; l'autorità di vigilanza lo riceve, ma se intende intervenire lo farà solamente ex post.

Questa scelta normativa è stata (come anticipato) criticata da più parti; si è affermato che l'approccio è sostanzialmente sbagliato, in particolare per gli utility token, e la costruzione di un regime basato solo su regole di responsabilità non è sufficiente a garantire adeguati livelli di integrità e fiducia nel mercato. Solo la revisione ex ante – anche per gli utility token – da parte

<sup>6</sup> Cfr. il *Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten im Zusammenhang mit der Ausgabe sogenannter Krypto-Token GZ: WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003*, del 2019, su [www.bafin.de](http://www.bafin.de) (v. sul punto Y. Chatard, M. Mann, *Initial Coin Offerings und Token-Handel im funktionalen Rechtsvergleich*, in *ZGR*, 2019, pp. 567 ss.).

delle autorità di vigilanza coordinate dall'ESMA potrebbe assicurare un'applicazione armonizzata del MiCAR<sup>7</sup>.

All'opposto si è segnalato che l'impostazione del MiCAR risulta troppo appiattita sulla disciplina del prospetto e che sarebbe stato preferibile lasciare gli investitori, com'era in precedenza, liberi di contare sulla disclosure volontaria realizzata dagli emittenti, senza porre enfasi e troppe aspettative sull'efficacia dei white paper<sup>8</sup>.

In realtà – a ben vedere – la scelta operata dalla Commissione pare andare (pur in una logica di obbligatoria redazione del documento) in questa seconda direzione; se è vero, da un lato, che si è reso il white paper necessario, è anche innegabile, dall'altro lato, che lo si è disciplinato in modo volutamente (molto) «leggero».

Questa impostazione è basata su una serie di considerazioni.

(1) In primo luogo, il mercato richiede necessariamente uniformità e non è possibile lasciare spazio solo all'autoregolamentazione (anche in con-

<sup>7</sup> Cfr. D.A. Zetsche *et al.*, *The markets in crypto-assets regulation (MiCA) and the EU digital finance strategy*, 2020, p. 13; Annunziata, *Verso*, cit. («si tratta, ad avviso di chi scrive, di una giustificazione debole, giacché la mera applicazione di strumenti di vigilanza *ex post* non sembra realmente sufficiente a garantire adeguati livelli di integrità e fiducia nel mercato»); P. Zickgraf, *Primärmarktpublizität in der Verordnung über die Märkte für Kryptowerte (MiCAR) – Teil 2*, in *BKR*, 2021, p. 363 («l'opportunità di rinunciare a una procedura di approvazione *ex ante*, anche per le emissioni di grandi volumi, sembra discutibile alla luce del conflitto di obiettivi»; «i dubbi sembrano ancora più appropriati, dal momento che gli investitori privati tendono a investire somme minori nelle offerte pubbliche di *cripto-assets*, con la conseguenza che l'incentivo a intentare una causa a seguito di perdita è probabilmente piuttosto basso in considerazione dei costi e dei rischi connessi; è verosimile che gli incentivi comportamentali preventivi siano limitati»).

<sup>8</sup> In particolare, secondo G. Ferrarini, P. Giudici, *Digital offerings and mandatory disclosure: a market-based critique of MiCA*, 2021, «il MiCA rispecchia la normativa sui prospetti e introduce un regime simile a quello dei prospetti per quanto riguarda i *cripto-asset* che non devono essere considerati strumenti finanziari. Una facile previsione è che questi *cripto-asset* è che questi prospetti di *asset* crittografici diventeranno lunghi e non particolarmente utili per gli investitori *retail* che non li leggeranno più, poiché saranno pieni di legalese e saranno scritti semplicemente per placare l'autorità che riceverà la notifica e registrerà il *white paper* – piuttosto che il pubblico di *geek* a cui i *white paper* erano originariamente indirizzati nello spazio *blockchain* – e per sfuggire in modo difensivo a responsabilità e contenziosi» (pp. 21 s.). «La regolamentazione delle *ICO* e delle *IEO* [*initial exchange offering*] avrebbe potuto un punto di partenza un nuovo approccio alla regolamentazione delle informazioni nei mercati primari, che abbandoni gradualmente i grandi costi di regolamentazione dei prospetti e abbracci una nuova era, ad esempio una con una minore micro-regolamentazione dei canali e dei modelli e un'applicazione più incisiva delle norme relative alle informazioni veritiere e corrette e contro le omissioni rilevanti. La proposta di MiCA segue invece il paradigma della regolamentazione dei prospetti, anche se con un tocco apparentemente leggero» (15). V., però, anche D. Boreiko, G. Ferrarini, P. Giudici, *Blockchain startups and prospectus regulation*, in *EBOR*, 2019, pp. 665 ss.

formità alla disciplina euro-unitaria che supporta la libera circolazione dei capitali: v. in particolare l'art. 63 TFUE); non si può confidare sulla sola disclosure volontaria, perché essa resterebbe troppo diversificata e realizzerebbe un risultato contrario alla creazione di un mercato efficiente<sup>9</sup>.

(2) In secondo luogo, il documento deve essere redatto – come si è visto – per illustrare all'autorità perché il token descritto nel documento non deve essere considerato come moneta elettronica ai sensi della EMD2, come strumento finanziario ai sensi della MiFID II (o, in caso di utility token come ART o come e-money token); ciò emerge anche dall'art. 16 della proposta MiCAR, che – sia pure con riferimento sempre solo agli ART – richiede che in sede di domanda di autorizzazione venga illustrato a mezzo di un parere legale che il *token* non rappresenta uno strumento finanziario o una moneta.

Di conseguenza, anche in considerazione di questo obiettivo (se non unico, comunque principale), la normativa risulta meno interessata (rispetto a quella sul prospetto) al contenuto intrinseco del *white paper*; esso deve essere sì corretto e non fuorviante, ma non viene disciplinato rigorosamente in punto di analiticità e di qualità della descrizione.

Basti considerare – per fare un esempio – che per regolare la «nota di sintesi», mentre il Regolamento Prospetto contempla un articolo ad hoc (il 7, composto di quasi 2100 parole), la proposta MiCAR si limita a introdurre due commi (il settimo dell'art. 5 e il secondo dell'art. 17, composti di meno di duecento parole ciascuno).

(3) In terzo luogo, se è chiaro che sussistono parallelismi tra la normativa sul *white paper* e quella sul prospetto, è altrettanto evidente che quest'ultima impone la disclosure di una serie di informazioni che sono irrilevanti per gli investitori in token (come noto, la disciplina del prospetto è concentrata pressoché esclusivamente sulle caratteristiche dell'emittente e non su quelle dello strumento acquistato); per converso, un semplice rinvio alla disciplina sul prospetto avrebbe rischiato di omettere dal *white paper* informazioni fondamentali (si pensi alla struttura tecnica del token, alla sede di negoziazione, etc.). Su alcuni punti l'informativa del prospetto andava, dunque, integrata, ma per moltissimi essa doveva essere radicalmente semplificata, e così è stato fatto<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Sul rapporto tra aumento della *disclosure* (volontaria o obbligatoria) e potenziamento del mercato dei cripto-*assets* v. ad es. gli studi di D. Florysiak, A. Schandlbauer, *Experts o charlatans? ICO analysts and white papers*, 2022, p. 37; T. Borgeau *et al.*, *The role of disclosure and information intermediaries in an unregulated capital market: evidence from initial coin offerings*, 2021, *ibidem*, pp. 30 ss.; C. Feng *et al.*, *Initial coin offerings, blockchain technology, and white papers*, *ibidem*, p. 29.

<sup>10</sup> L'attuale regime del prospetto non si adatta alle specificità delle vendite di *token*. Gli emittenti in ICO raramente dispongono di contabilità o documentazione aziendale storica,

D'altra parte per la prima volta le informazioni contenute nel documento sono sostanzialmente avvicinate anche a quelle di marketing: l'art. 6 della proposta MiCAR specifica che le informazioni contenute nelle comunicazioni di marketing devono essere corrette, chiare, non fuorvianti e «coerenti con le informazioni contenute nel white paper»; la linea tra disclosure ai fini di vigilanza e marketing si fa, dunque, come era, d'altra parte, nell'impostazione dei primi white paper non regolati.

La chiarezza – e il successo – dell'offerta sono determinati da informazioni specifiche per le *start-up* e le imprese *blockchain* (concentrate, anzitutto, sulle caratteristiche dello strumento collocato)<sup>11</sup>.

(4) Infine, non avrebbe senso imporre norme troppo articolate – e addirittura controlli *ex ante* (se non per gli ART, che hanno caratteristiche particolari) – considerato che non è pensabile ipotizzare, in un settore così dinamico, regole «catch all»: l'ambiente è vivace e innovativo e non merita di essere penalizzato da un regime troppo rigido<sup>12</sup>. Non solo: anche le autorità di vigilanza non possono essere caricate di compiti pervasivi di disamina di documenti che esse verosimilmente non sarebbero in grado di svolgere.

Ricostruita in questi termini essenziali la scelta legislativa (necessità di predisporre il documento, ma con caratteristiche affatto particolari e diverse

rendendo così inapplicabile una parte significativa dei contenuti del prospetto ordinario. In secondo luogo, anche se tali documenti esistessero, i dati difficilmente sarebbero rilevanti nella valutazione del progetto da intraprendere per mezzo di una *ICO* (v. sul punto L. Klöhn, N. Parhofer, D. Resas, *Initial Coin Offerings (ICOs)*, in *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 2018, p. 89; nonché Hacker, Tomale, *Crypto-securities*, cit., pp. 690 ss). D'altra parte la tendenza alla semplificazione emerge anche in altri contesti: v. ad es. il Regolamento 2021/337/UE (che modifica il Regolamento Prospetto relativamente a taluni prospetti per sostenere la ripresa dalla crisi Covid-19, il quale chiarisce al considerando 9 che «per essere uno strumento efficace per gli emittenti, il prospetto UE della ripresa dovrebbe essere un documento unico di dimensioni limitate»); v. inoltre il Regolamento 2020/1503/UE relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* che si limita a prevedere che tali fornitori devono comunicare all'investitore solo una «scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento» (cfr. l'art. 23).

<sup>11</sup> «Quali diritti conferisce il *token*? C'è stato un collocamento privato, cioè una prevendita prima dell'*ICO* e, se sì, a quali condizioni? Su quali borse il *token* sarà negoziabile? Come funziona esattamente il modello di *business* (decentralizzato)? Quali fattori determinano gli effetti di rete? Perché finora non sono state create reti simili? Esistono concorrenti sul mercato? Qual è il contesto normativo? Che esperienze hanno i fondatori, per lo più molto giovani? Quale tecnologia *blockchain* è alla base della rete? Quali rischi tecnologici esistono? Gli *smart contracts* sono stati controllati e, in caso affermativo, da chi?»: cfr. Klöhn, Parhofer, Resas, *Initial*, cit., p. 89.

<sup>12</sup> La proposta MiCAR indica chiaramente questo obiettivo: «sostenere l'innovazione. Per promuovere lo sviluppo delle cripto-attività e un più ampio ricorso alla DLT occorre istituire un quadro sicuro e proporzionato a sostegno dell'innovazione e della concorrenza leale» (cfr. la Relazione, punto 1); v. anche il considerando 8: «Qualsiasi legislazione adottata nel settore delle cripto-attività dovrebbe essere [...] pronta alle sfide del futuro e in grado di stare al passo con l'innovazione e gli sviluppi tecnologici».

da quelle del prospetto), essa appare razionale e pragmatica: in sintesi si è realizzato un regime di disclosure obbligatoria, ma dai contorni elastici, ispirati più a standard che a vere e proprie rigide rule.

Se così è, come in tutti i sistemi orientati agli standard, alla libertà di movimento che tali principi concedono devono, però, affiancarsi analoghi standard semplici ed efficienti anche in tema di controlli e di responsabilità.

Ed anche da questo punto di vista – come si vedrà – il regime adottato dalla MiCAR risulta appropriato. Da un lato, esso consente, comunque, alle autorità di vigilanza poteri incisivi e, dall'altro, regola la responsabilità dell'emittente e il diritto al risarcimento del danno per gli investitori che siano stati pregiudicati.

Semmai è da quest'ultimo punto di vista (quello della responsabilità) che risulta opportuno adottare alcune soluzioni interpretative volte a rendere più efficiente il funzionamento complessivo dello schema regolatorio.

### 3. Le caratteristiche dei *white paper*

Come anticipato, l'obbligo di redigere il *white paper* rappresenta un adempimento decisamente semplificato rispetto alla pubblicazione di un prospetto.

Il cuore della disciplina si trova all'art. 5, comma 7, della proposta MiCAR, in cui si spiega che il *white paper* «contiene una sintesi che, in breve e in un linguaggio non tecnico, fornisce informazioni fondamentali sull'offerta al pubblico delle cripto-attività o sulla prevista ammissione delle cripto-attività alla negoziazione su una piattaforma di negoziazione di cripto-attività, e in particolare sugli elementi essenziali delle cripto-attività in questione. Il formato e il contenuto della sintesi del *white paper* sulle cripto-attività forniscono, insieme al *white paper* sulle cripto-attività, informazioni adeguate sugli elementi essenziali delle cripto-attività in questione, al fine di aiutarne i potenziali acquirenti a prendere una decisione informata».

Il *white paper* si compone, dunque, di due parti: una sintesi che – in breve e in un linguaggio non tecnico – deve fornire le informazioni fondamentali sui *token* o sulla prevista ammissione dei *token* alla negoziazione su una piattaforma di cripto-attività, e una parte più descrittiva, che deve dare conto di una serie di aspetti più dettagliati.

La sintesi rappresenta una sorta di utile «introduzione» al *white paper*, anche se essa deve opportunamente specificare che la decisione di acquistare i *token* non può essere basata solo su di essa, ma deve seguire alla lettura del contenuto dell'intero *white paper*.

In ogni caso, anche i requisiti di contenuto della sintesi di un *white paper* sono molto più ridotti e meno dettagliati rispetto a quelli previsti

per la sintesi di un normale prospetto ai sensi dell'art. 7 del Regolamento Prospetto.

Questo è un aspetto da accogliere con favore, perché mantiene entro i giusti limiti lo sforzo richiesto agli emittenti per la preparazione del *white paper* e riduce il rischio di errori di contenuto nella preparazione del documento<sup>13</sup>.

Il *white paper* deve contenere un serie di informazioni, quali la descrizione dell'emittente e del progetto, del tipo di cripto-attività offerto o di cui si chiede l'ammissione alla negoziazione, delle caratteristiche dell'offerta, dei diritti e degli obblighi connessi ai *token* e delle procedure e delle condizioni per l'esercizio di tali diritti; informazioni sulla tecnologia e gli *standard* che consentono la detenzione, la conservazione e il trasferimento delle cripto-attività (art. 5).

Inoltre il *white paper* deve contenere una dichiarazione chiara e inequivocabile che le cripto-attività possono perdere tutto il loro valore, che possono non essere sempre trasferibili, non essere liquide e, nel caso di offerta al pubblico che ha come oggetto *utility token*, tali *token* possono non essere scambiabili con il bene o servizio promesso nel *white paper* (art. 5, comma 4).

Anche questo mi pare un profilo importante in termini di chiara e lineare rappresentazione del rischio, nella logica degli *standard* individuati dalla disciplina<sup>14</sup>.

Quanto agli *ART*, il *white paper* relativo a tali *token* deve essere conforme a quello regolato per gli emittenti che collocano *utility token*. Tuttavia, in aggiunta, deve contenere una serie di informazioni ulteriori, molte delle quali riguardano proprio l'emittente: una descrizione dei dispositivi di *governance*; una descrizione della riserva separata di attività che va gestita a garanzia dei *token* emessi e delle modalità di custodia e delle politiche di investimento della stessa; informazioni sui diritti riservati agli investitori (compresi eventuali diritti di rimborso o di credito che possono avere sulle riserve o nei con-

<sup>13</sup> V. per considerazioni analoghe P. Zickgraf, *Primärmarktpublizität in der Verordnung über die Märkte für Kryptowerte (MiCAR) – Teil 1*, in *BKR*, 2021, p. 203.

<sup>14</sup> Come rilevato da Zickgraf, *Primärmarktpublizität*, cit., *Teil 1*, p. 202: «Numerose *ICO* in passato sono state caratterizzate da procedure di offerta che – sulla base di una procedura *take it or leave it* senza una classica procedura di *book-building*, la concessione di sconti per la sottoscrizione anticipata, la rinuncia a tetti di finanziamento e periodi di offerta a volte troppo lunghi – potevano incoraggiare un “comportamento del gregge” da parte degli investitori. Inoltre, le cripto-attività sono state spesso sottoscritte da investitori privati, per i quali esiste un particolare rischio di eccessivo ottimismo e *wishful thinking*. Se fossero ammesse dichiarazioni sul valore futuro di una cripto-attività, che in realtà non può essere garantito dall'emittente, ciò incoraggerebbe ulteriormente queste distorsioni di giudizio, motivo per cui l'esplicito divieto di tali dichiarazioni nel *white paper* sulle cripto-attività sembra estremamente appropriato alla luce dei risultati della ricerca sulla finanza comportamentale».

fronti dell'emittente, nonché sul modo in cui tali diritti possono essere fatti valere nell'ambito di procedure concorsuali); una descrizione della modalità di trattamento dei reclami ed altri elementi informativi ulteriori.

Qualora non sia stato riconosciuto alcun diritto di rimborso o di credito ai possessori di *ART*, il *white paper* deve contenere una dichiarazione chiara e inequivocabile relativa al fatto che i possessori di tali *token* non vantano alcun diritto sulle riserve o che non possono esigere dall'emittente il rimborso di tali *token* in qualsiasi momento (art. 17).

#### **4. La notifica e la pubblicazione dei *white paper* per gli *utility token* e l'approvazione per gli *ART***

Per gli *utility token* la proposta MiCAR prevede che gli emittenti debbano solo notificare all'autorità competente del loro Stato membro d'origine il *white paper* che hanno preparato almeno 20 giorni lavorativi prima della sua pubblicazione.

Si tratta di una semplice trasmissione del documento, senza che sia richiesta una decisione da parte dell'autorità. Quest'ultima può, però, comunque intervenire in caso di violazioni normative, motivo per cui in questa fase vengono comunque operati dei controlli.

A seguito della notifica, l'autorità competente trasmette il *white paper* all'ESMA, che lo rende disponibile nell'apposito registro dei fornitori di servizi di criptovaluta istituito dall'ESMA stessa.

L'emittente deve poi rendere disponibile il libro bianco sul proprio sito web entro la data di inizio dell'offerta pubblica dei *token*. Il *white paper* deve rimanere disponibile sul sito web per tutto il tempo in cui i *token* sono detenuti dagli investitori.

Se un emittente prevede di emettere i *token* anche in altri Paesi aggiuntivi del SEE, deve inviare all'autorità competente del proprio Stato membro d'origine, insieme alla notifica, anche l'elenco degli Stati membri ospitanti in cui intende offrire i *token* al pubblico e la data di inizio dell'offerta pubblica.

L'autorità competente dello Stato membro d'origine notificherà all'autorità competente dello Stato membro ospitante l'offerta pubblica prevista entro due giorni lavorativi dal ricevimento dell'elenco.

Se è vero che per gli emittenti di *token* non riferiti ad attività non è richiesta un'esplicita approvazione da parte dell'autorità, dovrebbe essere comunque possibile, su base volontaria, richiedere alle autorità competenti l'approvazione preventiva del libro bianco. Questa pre-approvazione del libro bianco garantirebbe all'emittente la possibilità di acquisire una maggiore certezza giuridica, anche se a fronte di un più rilevante investimento di tempo.

Quanto all'approvazione del *white paper* per gli ART, essa è regolata nell'ambito della più ampia procedura autorizzativa dell'emittente che intenda offrire al pubblico o chiedere l'ammissione alla negoziazione nelle relative piattaforme di scambio di una cripto-attività; in tal caso, l'autorizzazione è riferita sia all'operazione di collocamento sia all'approvazione del *white paper* (artt. 15, 19).

In tal caso la procedura e i tempi di rilascio dell'approvazione sono particolarmente lunghi e complessi, potendo superare i sei mesi; è questo un punto di debolezza della disciplina degli ART.

Ricevuta la domanda di autorizzazione, l'autorità ha 20 giorni lavorativi per valutare se la stessa, compreso il *white paper*, è completa. Nei successivi 90 giorni l'autorità valuta se l'emittente soddisfa i requisiti e può chiedere informazioni sulla domanda, compreso il *white paper*. Successivamente l'autorità trasmette il progetto di decisione e il fascicolo di domanda all'ABE, all'ESMA e alla BCE. Nei 60 giorni successivi queste autorità emettono un parere non vincolante sulla domanda, e, infine, nei 30 giorni successivi, l'autorità competente adotta «una decisione pienamente motivata che concede o rifiuta l'autorizzazione all'emittente»; concessa tale autorizzazione, il *white paper* «si considera approvato».

## 5. Le modifiche dei *white paper* e i controlli dell'autorità di vigilanza

Ulteriori previsioni della proposta MiCAR riguardano la modifica del *white paper* e la conseguente informativa al pubblico.

Il regime è nettamente diverso a seconda che il *white paper* abbia ad oggetto *utility token* o ART (v., rispettivamente, gli artt. 11 e 21).

Nel primo caso, l'emittente può modificare il *white paper* «per descrivere qualsiasi cambiamento o fatto nuovo che possa avere un'influenza significativa sulla decisione di acquisto di un potenziale acquirente di tali cripto-attività o sulla decisione dei possessori di dette cripto-attività di venderle o scambiarle». La comunicazione della modifica (e delle ragioni della stessa) è effettuata mediante il sito *web*. L'autorità competente va avvisata, mediante la trasmissione di una sintesi dei motivi per i quali si è proceduto alla modifica. Eventualmente, se lo riterrà, l'autorità potrà intervenire nell'esercizio dei suoi poteri di vigilanza ordinari.

Nel caso di ART, invece, l'autorità è tenuta a concedere la propria approvazione o rifiutarla entro 20 giorni lavorativi dalla conferma di ricevimento della domanda di modifica (il cui contenuto è dettagliato nell'art. 21) e può richiedere informazioni, spiegazioni o giustificazioni aggiuntive in merito al progetto di variazione.

Sul fronte degli interventi dell'autorità di vigilanza, la proposta MiCAR potenzia grandemente i poteri dei controllori: la relativa disciplina – contenuta negli artt. 82 e 83 – è estesa e analitica, coerente con una logica di permissività iniziale (quantomeno per gli utility token) e di tendenziale repressione ex post, anche con funzione di deterrenza.

L'autorità può richiedere informazioni e documenti agli emittenti (e ai loro amministratori), ai soggetti che li controllano e ai soggetti controllati. Può sospendere la prestazione del servizio per le cripto-attività per un massimo di 10 giorni «ogni volta in cui vi siano ragionevoli motivi di ritenere che il presente regolamento sia stato violato». Può vietare la prestazione del servizio qualora sia accertato che il regolamento è stato violato.

Quale sanzione evidentemente temuta dagli emittenti, l'autorità può rendere pubbliche le informazioni ottenute e può «rendere di dominio pubblico il fatto che un fornitore di servizi per le cripto-attività non rispetta i propri obblighi».

Con più specifico riferimento al *white paper*, l'autorità può imporre agli emittenti «di includere informazioni aggiuntive nei loro *white paper* sulle cripto-attività, ove necessario per la tutela dei consumatori o la stabilità finanziaria», così come può sempre sospendere l'offerta al pubblico (o l'ammissione alla negoziazione su una piattaforma di cripto-*trading*) se vi siano «ragionevoli motivi di ritenere che il regolamento sia stato violato», sino a vietare completamente l'offerta o l'ammissione alla negoziazione qualora la violazione sia accertata.

## 6. Il regime della responsabilità

A riprova della centralità del tema della responsabilità, la proposta MiCAR dedica alcune norme specifiche per disciplinare i casi di informazione insufficiente o decettiva che abbiano pregiudicato gli investitori.

Anzitutto va osservato che la proposta MiCAR disciplina lo *standard* di responsabilità direttamente a livello di diritto dell'Unione, seguendo il modello normativo dell'art. 35-*bis* del Regolamento 1060/2009 in materia di responsabilità delle agenzie di *rating* (in modo da stabilire una base minima uniforme) e discostandosi così dall'art. 11 del Regolamento Prospetto (che rimette la regolamentazione al diritto nazionale)<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> Il quale, al comma 2, dispone che gli Stati membri provvedono affinché le loro disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di responsabilità civile si applichino alle persone responsabili delle informazioni fornite nel prospetto. Questo significa che, nonostante lo sviluppo del mercato europeo dei capitali, la scelta di questo o quello Stato membro ove realizzare un'IPO è ancora fondamentale (secondo l'opinione prevalente la legge applicabile alla responsabi-

Per gli *utility token* l'art. 5, commi 3 e 6, stabilisce che il *white paper* deve contenere due dichiarazioni: la prima per cui «l'emittente delle cripto-attività è l'unico responsabile del contenuto del presente *white paper*, il quale non è stato esaminato o approvato da alcuna autorità competente in alcuno Stato membro dell'Unione europea»; la seconda (proveniente dall'organo di amministrazione dell'emittente) diretta ad «attesta[re] che il *white paper* sulle cripto-attività è conforme ai requisiti del presente titolo e che, a quanto consta all'organo di amministrazione, le informazioni presentate nel *white paper* sulle cripto-attività sono corrette e non presentano omissioni significative».

L'art. 14, dedicato sempre agli *utility token*, precisa che qualora un emittente «abbia violato l'art. 5 fornendo nel suo *white paper* sulle cripto-attività o in un *white paper* sulle cripto-attività modificato informazioni incomplete, non corrette o poco chiare, oppure fuorvianti, il possessore delle cripto-attività può chiedere un risarcimento, a tale emittente di cripto-attività [...] o al suo organo di amministrazione, per i danni che gli sono stati arrecati a causa di detta violazione».

Come è stato correttamente osservato, «uno degli aspetti positivi dell'art. 14 MiCAR è l'estensione obbligatoria (a differenza dell'art. 11 del Regolamento Prospetto) della cerchia dei destinatari della responsabilità, che comprende non solo l'emittente ma anche l'organo di gestione o i suoi membri (art. 14, comma 1, MiCAR). Ciò va considerato alla luce del fatto che gli emittenti di cripto-*assets* sono stati finora prevalentemente giovani *start-up* con un capitale azionario quasi nullo. In considerazione di ciò, gli incentivi comportamentali derivanti dalla responsabilità (civile) per l'adempimento degli obblighi informativi previsti dalla normativa rischiano di non avere alcun effetto sull'emittente, in quanto gli azionisti hanno molto da guadagnare nell'operazione, vista la bassa capitalizzazione, ma quasi nulla da perdere a causa della limitata responsabilità [...]. In una situazione di questo tipo, in genere si suggerisce di ritenere responsabili ulteriori destinatari per contrastare il problema della sotto-deterrenza»<sup>16</sup>.

Nel diritto italiano per il prospetto a simili risultati si giunge, come noto, mediante applicazione della disciplina della responsabilità degli amministratori ai sensi dell'art. 2395 c.c.; la precisazione è quantomai opportuna per i *token*, risultando quantomeno dubbia l'applicazione di tale ultima disposizione (e dovendosi, quindi, ricorrere all'art. 2043 c.c.).

Quanto al regime probatorio, il comma 2 specifica che «spetta al possessore di cripto-attività presentare prove attestanti che l'emittente [...] ha

lità da prospetto coincide con la *lex societatis* applicabile all'emittente, determinata in base al luogo di costituzione o alla sede legale: cfr. ad es. Hacker, Thomale, *Crypto*, cit., pp. 658 s.: «Pertanto, scegliendo di collocare strumenti finanziari in un determinato Stato membro, l'emittente sceglie di sottoporsi anche alle regole di responsabilità da prospetto di quello Stato membro»).

<sup>16</sup> Così Zickgraf, *Primärmarktpublizität*, cit., *Teil 2*, p. 365.

violato l'art. 5 e che tale violazione ha avuto un impatto sulla sua decisione di acquistare, vendere o scambiare dette cripto-attività».

La richiesta di risarcimento viene considerata legittima se «(a) la sintesi è fuorviante, imprecisa o incoerente se letta congiuntamente alle altre parti del *white paper* sulle cripto-attività; (b) la sintesi non fornisce, se letta congiuntamente alle altre parti del *white paper* sulle cripto-attività, informazioni fondamentali per aiutare i consumatori e gli investitori a valutare l'opportunità di acquistare tali cripto-attività» (da questo punto di vista si nota una similitudine rispetto all'art. 7, comma 5, lett. e, del Regolamento Prospetto, nel senso che la responsabilità si genera solo a condizione che la nota risulti «fuorviante, imprecisa o incoerente se letta insieme con le altre parti del prospetto o non offre, se letta insieme con le altre parti del prospetto, le informazioni fondamentali per aiutare gli investitori al momento di valutare l'opportunità di investire in tali titoli»).

Infine, il comma 4 precisa che «il presente articolo non esclude ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale».

L'art. 22 introduce regole simili in relazione alla responsabilità degli emittenti di ART.

Questa soluzione di parificare il regime della responsabilità per gli emittenti di *utility token* e di ART è stata criticata dalla dottrina, la quale ha osservato che la proposta MiCAR «senza alcuna distinzione tra le diverse categorie di cripto-attività acquistate addossa in capo all'oblato l'onere di provare l'avvenuta violazione della disciplina del relativo *white paper*».

Il fatto che esista un regime di approvazione preventiva per gli ART e non anche per gli *utility token* dovrebbe, cioè, «avere delle refluenze in punto di disciplina dell'onere probatorio in caso di responsabilità dell'emittente, non potendosi logicamente prevedere la medesima disciplina al riguardo per tutte le diverse categorie di cripto-attività, senza che sia esteso a tutte lo stesso controllo preventivo dell'autorità competente»; inoltre, l'allocatione dell'onere probatorio sull'investitore verrebbe ad «appesantire la posizione degli investitori *retail* e dei consumatori» in modo non accettabile<sup>17</sup>.

In questo senso, si è dunque, proposto – in base ad una lettura di sistema – di spostare in via interpretativa l'onere di provare in giudizio l'esattezza e la completezza del *white paper* in capo all'emittente (e sui suoi esponenti aziendali) quantomeno per gli investitori in *utility token*<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> Così 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. 251 s.; v. anche Ferrarini, Giudici, *Digital*, cit., pp. 22 s.

<sup>18</sup> Così Casarrubea, *Il ruolo*, cit., pp. 251 s. cioè «anche in virtù di un generale principio di vicinanza della prova, essendo l'emittente a governare integralmente il contenuto dell'atto».

Questa impostazione è a mio avviso ragionevole e, a ben vedere, conforme sia alla lettera che all'impianto complessivo della proposta MiCAR.

In primo luogo, il tenore letterale del comma 2 dell'art. 14 non si pone in contrasto con una simile interpretazione: la norma si limita a stabilire che spetta all'investitore presentare prove attestanti che l'emittente ha violato l'art. 5 e che tale violazione ha avuto un impatto sulla sua decisione di investimento.

In secondo luogo, il quadro normativo deve essere letto in modo teleologicamente orientato, proprio alla luce del dinamismo e dell'elasticità dei contorni della fattispecie delle cripto-attività e dei rischi che essa comporta<sup>19</sup>.

Infine, è radicato – come si è visto – il convincimento che i token siano (comunque) vicini agli strumenti finanziari e che la disciplina MiCAR sia stata introdotta più in ragione delle specificità dei token e dei rischi per la stabilità finanziaria che non a fronte di necessità di tutela degli investitori diverse da quella poste alla base della disciplina MiFID. Nella misura in cui sussista una simile comparabilità tra le esigenze di protezione, dovrebbe valere la massima – riassunta nelle efficaci parole della BaFin – per cui «stessa attività, stesso rischio, stessa regolamentazione»<sup>20</sup>.

L'acquirente di utility token (ma anche di ART) – per i quali sussiste un obbligo di pubblicazione di un white paper per esigenze almeno in parte analoghe a quelle che impongono un prospetto – dovrebbe, dunque, poter far valere le proprie pretese di risarcimento secondo le disposizioni della proposta MiCAR (artt. 5, 14, 22), facendo, però, anche applicazione di principi analoghi a quelli introdotti nel diritto italiano dalla giurisprudenza in sede di interpretazione dell'art. 94 t.u.f. in tema di responsabilità da prospetto<sup>21</sup>.

<sup>19</sup> Un recente studio statunitense ha segnalato, ad esempio, che alla data del luglio 2018 più della metà delle *start-up* che avevano raccolto fondi attraverso *ICO* sono fallite in media quattro mesi dopo; gli investitori hanno subito pesanti perdite, spesso totali, in parte dovute alla scarsa qualificazione ed esperienza degli emittenti, ma a volte in conseguenza di emissioni finalizzate alla frode sin dall'inizio (cfr. W. Späth, D. Höffner, *Schadensersatzmöglichkeiten der Verbraucher bei fehlgeschlagenen «Initial Coin Offerings»*, in *VuR*, 2020, 291); in un simile contesto, un regime di onere della prova sbilanciato a carico dell'investitore «potrebbe diventare insormontabile»; esso, peraltro, «si scontra con un quadro normativo che è espressamente rivolto alla tutela degli investitori e che cerca di ridurre l'intervento delle autorità» (così Ferrarini, Giudici, *Digital*, cit., p. 23).

<sup>20</sup> Cfr. Späth, Höffner, *Schadensersatzmöglichkeiten*, cit., p. 294; v. anche Hacker, Thoma, *Crypto*, cit.: «Dopo tutto, per quanto riguarda la regolamentazione dei documenti informativi, è necessario tenere presente lo scopo del prospetto: ridurre l'asimmetria informativa al fine di consentire una decisione informata rispetto ai rischi finanziari tipici dei valori mobiliari, come la perdita del capitale investito. Pertanto, ciò che conta è la comparabilità delle pretese incarnate nei *token*, non le etichette ad esse associate: la sostanza prevale sulla forma».

<sup>21</sup> E v., infatti, come la giurisprudenza tedesca abbia concluso, ancora recentemente, che «se il prospetto e il *white paper* pubblicati nel contesto di un'*ICO* pretendono di informare i

Come noto, la Corte di Cassazione qualifica tale responsabilità come aquiliana: da un lato la disciplina è volta a tutelare un insieme ancora indeterminato di soggetti ed a consentire a ciascuno di essi la corretta percezione delle informazioni necessarie all'adozione di scelte consapevoli, dall'altro lato non è ancora configurabile, al momento dell'emissione del prospetto, un contatto con i futuri eventuali investitori.

Ciononostante, l'interpretazione consolidata – anche sulla base dei principi che si ricavano dalle norme specifiche contenute nell'art. 94 TUF – ritiene, di fatto, (i) che gli investitori danneggiati possano limitarsi a rappresentare la violazione degli obblighi informativi da parte dell'emittente, essendo esonerati dalla prova della negligenza e della colpa o del dolo dell'emittente e (ii) quanto al nesso di causalità, che si possa presumere – in difetto di prova contraria – che le scelte d'investimento siano state influenzate dall'inveridicità del prospetto<sup>22</sup>. Grava sull'emittente l'onere di provare di aver osservato la diligenza richiesta e che il danno è dovuto ad un evento imprevedibile ed inevitabile.

L'applicazione della medesima soluzione ermeneutica anche all'investimento in token richiede, dunque, di interpretare l'art. 14, comma 2, della proposta MiCAR – nella parte in cui impone all'investitore di provare che la violazione della disciplina sul *white paper* «ha avuto un impatto sulla sua decisione» – in modo coerente con la lettura che la giurisprudenza domestica dà della disciplina in tema di responsabilità da prospetto.

D'altra parte, anche in altri ordinamenti si giunge allo stesso risultato interpretativo. Nella dottrina tedesca, ad esempio, si è osservato che «il fatto che l'onere della prova della causalità che dà origine alla responsabilità (cfr.

potenziali investitori in modo esauriente sui diritti e gli obblighi associati all'emissione dei *token* e sulle opportunità e i rischi associati, ciò costituisce un prospetto ai sensi dei principi della responsabilità del prospetto in senso stretto»: così *LG Berlin*, 27 maggio 2020 – 2 O 322/18, in *BKR*, 2020, 170, con nota di S. Mock, il quale osserva come «dovrebbe essere ormai chiaro a tutti gli interessati a questa nuova forma di investimento che, nonostante tutte le innovazioni tecniche e le novità in questo settore, si applica la «buona vecchia» responsabilità civile da prospetto». Nella disciplina italiana si registra la sola pronuncia di Trib. Verona, 24 gennaio 2017, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, pp. 471 ss., con nota di Passaretta, *Bitcoin*, cit., incentrata, tuttavia, più sulla disciplina del codice del consumo che su quella di diritto finanziario.

<sup>22</sup> Cfr. Cass., 11 giugno 2010, n. 1405, Cass., 14 giugno 2018, n. 15707, Cass., 20 luglio 2020, n. 16126; su *www.dejure.it*; nella giurisprudenza di merito v. ad es. Trib. Milano, 25 marzo 2019 e App. Milano, 1 febbraio 2021, entrambe su *www.giurisprudenzadelleimprese.it* («per quanto concerne il nesso causale, a norma dell'art. 94, comma 8, TUF esso sussiste tra il fatto illecito e i soli «danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto», così introducendosi la presunzione di legge secondo cui la dichiarazione di cui si assicura la veridicità ed affidabilità o la certificazione di veridicità ed attendibilità del bilancio, che si rivelino successivamente ingannevoli, integrano un illecito in *re ipsa*»).

art. 14, comma 2, MiCAR) sia posto a carico dell'attore appare criticabile. Questa disposizione, che si basa sull'art. 35-*bis*, paragrafo 1, del regolamento relativo alle agenzie di *rating*, si discosta dal tradizionale ambito normativo della responsabilità civile ordinaria da informazioni inesatte sul mercato dei capitali»<sup>23</sup>; di conseguenza, anche «per raggiungere l'obiettivo di un'adeguata protezione del mercato attraverso incentivi comportamentali nell'ambito del diritto della responsabilità, si dovrebbe rinunciare a una prova concreta del nesso di causalità» e «dovrebbe essere ritenuta inclusa nell'art. 14, comma 2, MiCAR una presunzione (confutabile) a favore dell'esistenza di tale nesso tra la violazione dell'obbligo di informazione e la decisione di investimento, a condizione che l'investitore abbia operato durante la fase in cui si è verificata la disinformazione»<sup>24</sup>.

Infine, si è anche segnalato che – considerata l'importanza delle comunicazioni di *marketing* (cfr. l'art. 6 MiCAR) – sarebbe stato opportuno inserire nella proposta una disposizione separata di responsabilità per le comunicazioni di *marketing* a contenuto errato o decettivo.

In mancanza di una simile norma *ad hoc*, la disciplina dell'art. 14 va, dunque, estesa anche a tali comunicazioni<sup>25</sup>.

Andrea Vicari  
Dipartimento di Diritto privato e storia del diritto  
Università degli Studi di Milano  
Via Festa del Perdono 7  
20122 Milano  
andrea.vicari@unimi.it

<sup>23</sup> Cfr. Zickgraf, *Primärmarktpublizität*, cit., *Teil 2*, p. 367.

<sup>24</sup> Ivi. Lo stesso A. osserva come contro la presunzione dell'esistenza di un nesso causale di responsabilità si potrebbe sollevare l'obiezione che i *token* non sono tipicamente offerti (come si è visto anche sopra, cfr. nota 12) a mezzo di una procedura di *book-building*, ma su base di offerte «*take it or leave it*», per cui potrebbe affermarsi che la disinformazione non potrebbe mai influenzare il prezzo di offerta. Alla fine, però, questa obiezione non regge: secondo l'idea alla base della teoria della frode sul mercato (che porta, come noto, alla citata presunzione), rileva solo che la disinformazione abbia avuto un effetto sulla formazione del prezzo. Il fatto che questo venga raggiunto attraverso una procedura di *book-building* sul mercato o che venga fissato dall'emittente in qualità di offerente dovrebbe, cioè, essere considerato irrilevante.

<sup>25</sup> *Ibidem*, p. 370.