

Marisaria Maugeri

# Proposta di Regolamento MiCA (Markets in Crypto-Assets) e tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza

(doi: 10.4478/106709)

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/>

# **Proposta di Regolamento MiCA (*Markets in Crypto-Assets*) e tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza**

Marisaria Maugeri

Proposal for a Regulation on Markets in Crypto-Assets and Consumer Protection in Distance Marketing

The paper addresses the issue of current consumer protection in the distance marketing of crypto-assets. The conclusion reached in the text is that the consumer is currently protected by the regulation contained in Directive 2002/65/EC of the European Parliament and of the Council of 23 September 2002 concerning the distance marketing of consumer financial services. The paper also addresses the issue of consumer protection in the distance marketing of crypto-assets after the approval and entry into force of MiCAR. In particular, it addresses the issue of the coordination of what is provided for in Directive 2002/65/EC and what is provided for in MiCAR. The proposed solution is articulated. MiCAR, in fact, provides for different rules depending on the types of tokens and depending on the types of transactions. The text considers that in some cases, what is provided for in the directive may continue to apply, while in others, only what is provided for in MiCAR should be applied.

**Keywords:** Crypto-Activities, Consumer Protection, Distance Marketing of Consumer Financial Services, Duties of Information to Consumers, Consumer Right of Contractual Withdrawal.

## **1. Introduzione**

La transizione digitale è una priorità assoluta dell'Unione Europea per il prossimo decennio.

La strategia digitale, in generale, e lo sviluppo della finanza digitale, in particolare, dovrebbero esser basati sui valori europei e su una solida regolamentazione dei rischi.

I consumatori utilizzano sempre più i servizi finanziari digitali e negoziano cripto-attività. Occorre, pertanto, chiedersi se gli stessi ricevano, in quel contesto, la protezione che, alla luce dei valori europei di perequazione delle diverse posizioni di forza, hanno finora ricevuto. In particolare, è interessante interrogarsi sulla possibilità per il consumatore di avvalersi in quel mercato delle discipline poste a sua protezione in caso di contrattazione a distanza.

Prima di far ciò è opportuno ricordare che il 24 settembre 2020, è stato presentato un pacchetto sulla finanza digitale. Si tratta, come è noto, di un

pacchetto di misure volte a sostenere lo sfruttamento del potenziale della finanza digitale e, allo stesso tempo, ad attenuarne i rischi.

All'interno di tale pacchetto è stata inserita la Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 [COM(2020) 593]. Quest'ultima, MiCAR (*Markets in Crypto-Assets regulation*), ha attirato l'attenzione degli operatori e dei primi commentatori sotto il profilo della possibile interferenza con la disciplina consumeristica<sup>1</sup>.

MiCAR si applicherà agli *asset-referenced tokens*, agli *e-money tokens* e a *crypto-assets* diversi dagli *asset-referenced tokens* e dagli *e-money tokens* (art. 1).

Non si applicherà, invece, alle cripto-attività emesse dalla BCE, dalle banche centrali nazionali, dalla Banca europea per gli investimenti, dal Fondo europeo di stabilità, dal MES e da organizzazioni pubbliche internazionali (art. 2, comma 2). Non si applicherà, altresì, alle cripto-attività uniche e non fungibili (art. 2, comma 2.a). Né si applicherà agli strumenti finanziari, anche se in forma tokenizzata<sup>2</sup>, disciplinati dalla MiFID II, ai depositi, ai fondi,

<sup>1</sup> Cfr., fra gli altri, M. Maugeri, *Cripto-attività, proposta di Regolamento MiCA (Markets in Crypto-Assets) e tutela del consumatore*, in *Contratto e impresa Europa*, 2022, pp. 1 ss.; P. Maume, *Consumer Protection*, P. Maume, L. Maute, M. Fromberger, *The Law of Crypto Assets. A Handbook*, Baden-Baden, Beck-Nomos Verlagsgesellschaft-Hart Publishing, 2022, pp. 109 ss.; F. Delfini, *Le discipline a tutela del consumatore e il coordinamento con la proposta di Regolamento MiCa*, in questo volume; L. Modica, *La proposta di regolamento MiCA e la disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in questo volume; S. Pagliantini, *La proposta MiCAR e le clausole abusive: una prima lettura*, in questo volume; P. Sirena, *La tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza di cripto-attività*, in questo volume. Affronta il tema del coordinamento di MiCAR con discipline privatistiche diverse da quelle consumeristiche A. Held, *The proposal for a regulation on markets in crypto-assets: Disjuncts between regulatory and private law*, in *Butterworths journal of international banking and financial law*, 2021, pp. 38 ss.

<sup>2</sup> Il comma 3 dell'art. 2 rimette all'ESMA il compito di emettere linee guida sulle condizioni e sui criteri per la qualificazione dei *crypto-assets* come strumenti finanziari. Nel considerando 6a di MiCAR si legge quanto segue: «For the purpose of ensuring a clear delineation between crypto-assets covered under this Regulation and financial instruments, ESMA should be mandated to publish guidelines on criteria and conditions for the qualification of crypto-assets as financial instruments. The guidelines should also help to better understand cases in which crypto-assets that are otherwise considered to be unique and not fungible with other crypto-assets might be qualified as financial instruments. In order to promote a common approach on the classification of crypto-assets, the ESAs should promote discussions on the classification of crypto-assets. Competent authorities should be able to request opinions from ESAs on the classification of crypto-assets, including classifications that were proposed by the offerors or persons seeking admission to trading. Offerors or persons seeking admission to trading are primarily responsible for the correct classification of the crypto-assets, which might be challenged by the competent authorities, both before the date of publication of the offer and at any moment afterwards. Where the classification of a crypto-asset appears to be inconsistent with this regulation or Directive 2014/65/EU, the ESAs should make use of their powers under ESAs Regulations in order to ensure a consistent and coherent approach to such classification».

come definiti dalla PSD2, alle posizioni di cartolarizzazione, ai prodotti assicurativi e previdenziali (cfr. art. 2, comma 3). Non si applicherà, da ultimo, ai *crypto-assets* che circolano in modo completamente decentralizzato senza la presenza di intermediari, c.d. DEFI (cfr. considerando 12a).

Nella Relazione che accompagna la proposta MiCAR, nella versione del 24.9.2020<sup>3</sup>, si legge, fra l'altro, che la stessa ha come obiettivo anche quello di garantire «livelli adeguati di tutela dei consumatori e degli investitori». È opportuno precisare, però, che l'ultima versione disponibile della Proposta (c.d. *Compromise Text*<sup>4</sup>), del 5 ottobre 2022, non contiene la Relazione iniziale<sup>5</sup>.

La proposta MiCAR, come si dirà meglio dopo, prevede, fra l'altro, obblighi di *disclosure* e diritto di recesso.

Nella versione del 2020 della proposta MiCAR era inserita la definizione di «consumatore». In conformità alla tradizione dell'Unione (che registra qualche variante, su cui, però, non è possibile soffermarsi in questa sede), questi veniva definito come «qualsiasi persona fisica che agisca per scopi che non rientrano nella sua attività commerciale, imprenditoriale, artigianale o professionale» (art. 3, comma 1, 28).

Nell'ultima versione, invece, non viene più usata l'espressione consumatore bensì quella di «*retail holder*». Quest'ultimo, però, viene definito come: «Any natural person who is acting for purposes which are outside his trade, business, craft or profession». Viene definito, cioè, nello stesso modo in cui all'interno dell'Unione si definisce il consumatore nelle discipline poste a sua tutela.

Si noti che nell'ultima versione della Proposta, a differenza che in quella precedente, viene inserita anche la definizione di cliente: «client' means any natural or legal person to whom a crypto-asset service provider provides crypto-asset services» (art. 3, primo comma, numero 28 c).

Se quest'ultimo inserimento può ben essere compreso, giacché MiCAR è posta anche a tutela di soggetti diversi dal consumatore, meno comprensibile appare la scelta di utilizzare l'espressione «*retail holder*» anziché «consumatore».

<sup>3</sup> In <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020PC0593&from=EN>, consultato il 14 febbraio 2023.

<sup>4</sup> Sull'iter della proposta cfr. K. Zhang, P.J. Morgan, J.M. McLaughlin, *MiCA – Overview of the New EU Crypto-Asset Regulatory Framework (Part 1). U.S. and EU Policy and Regulatory Alert*, 15 novembre 2022, in <https://www.klgates.com/MiCA-Overview-of-the-new-EU-crypto-asset-regulatory-framework-Part-1-11-15-2022>, consultato il 14 febbraio 2023.

<sup>5</sup> Il c.d. *Compromise test* è stato reso pubblico solo in inglese. È in corso una revisione linguistica. Si sta contestualmente provvedendo alle traduzioni. Cominciano a circolare stralci delle versioni tradotte e riviste. In questo lavoro, però, è stata e verrà citata solo la versione in inglese non rivista di tale testo. Utilizzerò, invece, la versione tradotta in italiano quando farò riferimento al testo originario della proposta.

Probabilmente la scelta discende dalla convinzione, non isolata fra i cultori del diritto dei mercati finanziari, secondo la quale nel settore coinvolto non si possano registrare atti «di consumo»<sup>6</sup>. Se così dovesse essere, però, ci sarebbe da mettere in evidenza l'incongruenza con la scelta del legislatore eu-rounitario di continuare a utilizzare l'espressione «servizi finanziari ai consumatori» anche nella recentissima Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE (Commissione Europea, 11 maggio 2022)<sup>7</sup>. Su tale proposta ci si soffermerà nei prossimi paragrafi. Basti qui anticipare che ciò che si propone è di inserire la disciplina in tema di commercializzazione a distanza dei servizi finanziari (attualmente contenuta nella Direttiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 settembre 2002 concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori e che modifica la direttiva 90/619/CEE del Consiglio e le direttive 97/7/CE e 92/27/CE) all'interno della disciplina generale in tema di contrattualizzazione a distanza nei rapporti *BtoC* (contenuta nella Direttiva 2011/83/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 25 ottobre 2011 sui diritti dei consumatori, recante modifica della direttiva 93/13/CEE del Consiglio e della direttiva 1999/44/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 85/577/CEE del Consiglio e la direttiva 97/7/CE del Parlamento europeo e del Consiglio). Incongrua apparirebbe, inoltre, l'espressa scelta di MiCAR di far salva l'applicazione delle Direttive 2005/29/CE, 93/13/CEE (cfr. considerando 16a dell'ultima versione della Proposta<sup>8</sup>) e 2002/65/CE, che sono poste a tutela del consumatore.

Posto, dunque, che anche la Proposta MiCAR si propone di tutelare il consumatore, seppur definendolo *retail holder*, e che la stessa prevede obblighi di *disclosure* e diritti di recesso, è necessario chiedersi come la stessa si coordini con le discipline già previste a livello eurounitario in tema di tutela del consumatore nella contrattazione a distanza, sempre che, ovviamente, queste ultime si possano applicare.

In questo scritto affronterò, in primo luogo, il tema dell'attuale applicabilità o meno della disciplina a tutela del consumatore nella contrattazione a distanza nel settore delle cripto-attività (paragrafo 2) e, di seguito, mi chiede-

<sup>6</sup> Esprime dubbi sulla possibilità, la coerenza sistematica e l'utilità dell'integrazione delle tutele privatistiche e contrattuali in capo al cliente *retail*, A. Genovese, *Regolazione finanziaria e consumeristica in tema di offerta di servizi finanziari e di investimento*, in *Studi per Luigi Carlo Ubertazzi. Proprietà intellettuale e concorrenza*, Milano, Giuffrè-Francis Lefebvre, 2019, pp. 355 ss.

<sup>7</sup> In <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52022PC0204&from=EN>, consultata in data 14 febbraio 2023.

<sup>8</sup> Vedi *infra* n. 15.

rò se e come il quadro possa mutare dopo l'approvazione e l'entrata in vigore di MiCAR (paragrafi 3 e 4).

## **2. Sull'attuale tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza di crypto-attività**

In caso di contrattazione a distanza, il consumatore è protetto da quanto previsto nella Direttiva 2011/83/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 ottobre 2011. Ed invero, con riferimento ai contratti conclusi a distanza, tale direttiva prevede obblighi di informazione in capo ai professionisti (art. 6), requisiti formali riferiti al contratto (art. 8) e diritto di recesso per il consumatore (art. 9).

Tale direttiva non si applica ai servizi finanziari (art. 3, comma 3, lett. d), definiti come «qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, assicurativa, servizi pensionistici individuali, di investimento o di pagamento» (art. 2, punto 12).

Anche la Direttiva 97/7/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 maggio 1997, riguardante la protezione dei consumatori in materia di contratti a distanza (abrogata e sostituita dalla Direttiva 2011/83/UE), escludeva dal suo campo di applicazione i servizi finanziari, elencati, seppur in modo «non esauriente», nell'allegato II (art. 3, comma 1).

Tale direttiva, però, era stata successivamente modificata dalla già citata Direttiva 2002/65/CE, concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori, su cui mi soffermerò nell'ultima parte di questo paragrafo. L'art. 18 di quest'ultima direttiva, infatti, disponeva la modifica del suddetto primo comma dell'art. 3 della Direttiva 97/7/CE nel senso che quest'ultima non avrebbe trovato applicazione (non in generale in presenza di servizi finanziari ma) esclusivamente in presenza di un servizio finanziario cui non si potesse applicare la nuova direttiva<sup>9</sup>. In altre parole, la direttiva 2002/65/CE si era posta in una situazione di complementarità, seppur con un ruolo assolutamente prevalente, con la Direttiva 97/7/CE nel disciplinare la contrattazione a distanza dei servizi finanziari.

Ciò che restava fuori dall'ambito di applicazione della Direttiva 2002/65/CE, in particolare le «operazioni successive» o le «serie di operazioni distin-

<sup>9</sup> L'art. 18 della Direttiva 2002/65/CE dispone quanto segue: «La direttiva 97/7/CE è modificata come segue: 1) all'articolo 3, paragrafo 1, il primo trattino è sostituito dal seguente: – relativi a un servizio finanziario cui si applica la direttiva 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 settembre 2002, concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori e che modifica le direttive 90/619/CEE del Consiglio, 97/7/CE e 98/27/CE(13); 2) l'allegato II è soppresso».

te della stessa natura scaglionate nel tempo» in caso di accordo iniziale (cfr. art. 1, comma 2), avrebbe potuto rientrare nell'ambito di applicazione della Direttiva 97/7/CE, laddove ne ricorressero i presupposti<sup>10</sup>.

La Direttiva 2011/83/UE, invece, non riprende la disposizione del novellato art. 3 della Direttiva 97/7/CE, escludendo *tout court*, come ho detto, i servizi finanziari dal suo ambito di applicazione.

Si pone, dunque, il dubbio della sua possibile applicazione, in via residuale (per tutto quanto, cioè, non disciplinato dalla Direttiva 2002/65/CE) ai servizi finanziari<sup>11</sup>.

A me, in passato, è sembrato di poter affermare che tale disciplina potesse trovare applicazione<sup>12</sup>. In ciò confortata anche dalla circostanza che espressamente la già citata prima versione della Proposta MiCAR, nel considerando 16, facesse salva, fra l'altro, con riferimento alle offerte di uno specifico tipo di cripto-attività, effettuate dalle piccole e medie imprese e dalle *start-up* che non superassero una soglia aggregata adeguata su un periodo di 12 mesi, l'applicabilità della Direttiva 2011/83/UE<sup>13</sup>.

Un ulteriore elemento a favore della complementarità fra le due discipline (nel senso che l'una, la Direttiva 2011/83/UE, avrebbe potuto esser applicata laddove l'altra, la Direttiva 2002/65/CE non potesse esserlo) avrebbe potuto ricavarsi dalla circostanza che la Commissione ha di recente (giorno

<sup>10</sup> *Infra*, nel testo, verrà affrontata la questione relativa all'applicabilità o meno della Direttiva 2002/65/CE in caso di vendita da parte dell'emittente di azioni, di obbligazioni o fondi.

<sup>11</sup> Sul rapporto fra le due Direttive cfr. G. De Cristofaro, A. Zaccaria, *Commentario breve al diritto dei consumatori*, Padova, Cedam, 2013, p. 569.

<sup>12</sup> Cfr M. Maugeri, G. Gitti, *Blockchain-Based Financial Services and Virtual Currencies in Italy*, in *Journal of European Consumer and Market Law*, 2020, pp. 43 ss.; M. Maugeri, *Cripto-attività, proposta di Regolamento MiCA (Markets in Crypto-Assets) e tutela del consumatore*, cit., pp. 4 ss. A tale testo si rimanda anche per la critica alle tesi secondo le quali in generale la Direttiva 2011/83/UE non potrebbe trovare applicazione in presenza di *smart contracts*. Su quest'ultimo profilo sia consentito rinviare anche a M. Maugeri, *Smart Contracts e disciplina dei contratti. Smart Contracts and Contract Law*, Bologna, Il Mulino, 2021, 60 ss.; Ead., *La Risoluzione del Parlamento europeo del 20 ottobre 2020 e gli Smart Contracts. Prime riflessioni in tema di diritto dei contratti e della concorrenza*, in *Contratto e impresa Europa*, 2021, pp. 25 ss.

<sup>13</sup> M. Maugeri, *Cripto-attività, proposta di Regolamento MiCA (Markets in Crypto-Assets) e tutela del consumatore*, cit., pp. 4 ss. Il considerando 16 disponeva quanto segue: «Le piccole e medie imprese e le start-up non dovrebbero essere soggette a oneri amministrativi eccessivi. Pertanto le offerte al pubblico di cripto-attività nell'Unione che non superano una soglia aggregata adeguata su un periodo di 12 mesi dovrebbero essere esentate dall'obbligo di redigere un White Paper sulle cripto-attività. Tuttavia la legislazione orizzontale dell'UE che garantisce la tutela dei consumatori, quale la direttiva 2011/83/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, la direttiva 2005/29/CE del Parlamento europeo e del Consiglio o la direttiva 93/13/CEE del Consiglio, del 5 aprile 1993, concernente le clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori, compresi gli obblighi di informativa ivi contenuti, rimane applicabile a tali offerte al pubblico di cripto-attività laddove ciò implichi relazioni tra imprese e consumatori».

11 maggio 2022), come ho già detto, avanzato una Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE e che in tale proposta si legge quanto segue: «Scopo della presente proposta è porre fine all'esclusione generale dei servizi finanziari dalla direttiva 2011/83/UE, estendendone l'ambito di applicazione per includervi i servizi finanziari conclusi a distanza. Ciò significa che diversi articoli dell'attuale direttiva 2011/83/UE saranno applicati ai servizi finanziari venduti a distanza. Sarà inserito nella direttiva 2011/83/UE un capo dedicato ai contratti a distanza per i servizi finanziari ai consumatori. In tal modo la proposta garantisce la coerenza con le disposizioni vigenti in materia di tutela dei consumatori e di servizi finanziari»<sup>14</sup>.

Nella nuova versione di MiCAR, però, è stato eliminato il riferimento alla Direttiva 2011/83/UE<sup>15</sup>.

L'art. 1, lettera d) della citata Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguar-

<sup>14</sup> Relazione di accompagnamento alla Proposta, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52022PC0204&from=EN>, consultato il 14 febbraio 2023. Nei considerando 9, 10 e 11 della suddetta proposta, inoltre, si legge quanto segue: (9) «L'estensione dell'ambito di applicazione della direttiva 2011/83/UE ai servizi finanziari conclusi a distanza dovrebbe garantire la necessaria complementarità. Tuttavia, a causa della natura particolare dei servizi finanziari ai consumatori, in particolare per via della loro complessità, non tutte le disposizioni della direttiva 2011/83/UE dovrebbero applicarsi ai contratti di servizi finanziari ai consumatori conclusi a distanza. Un capo dedicato contenente norme applicabili solo ai contratti di servizi finanziari ai consumatori conclusi a distanza dovrebbe garantire la chiarezza e la certezza del diritto necessarie; (10) Benché non tutte le disposizioni della direttiva 2011/83/UE si applichino ai contratti di servizi finanziari conclusi a distanza data la natura specifica di tali servizi, una serie di disposizioni della direttiva 2011/83/UE, quali le definizioni pertinenti e le norme sui pagamenti supplementari, sull'applicazione e sulle sanzioni, dovrebbe applicarsi anche ai contratti di servizi finanziari conclusi a distanza. L'applicazione di tali disposizioni assicura la complementarità tra i diversi tipi di contratti conclusi a distanza. L'estensione dell'applicazione delle norme sulle sanzioni di cui alla direttiva 2011/83/UE garantirà l'imposizione di sanzioni pecuniarie effettive, proporzionate e dissuasive nei confronti dei professionisti responsabili di infrazioni diffuse, aventi o no una dimensione unionale; (11) Un capo dedicato della direttiva 2011/83/UE dovrebbe contemplare le norme ancora pertinenti e necessarie della direttiva 2002/65/CE, in particolare per quanto riguarda il diritto all'informazione precontrattuale e il diritto di recesso, nonché norme che garantiscano l'equità online quando i contratti di servizi finanziari sono conclusi a distanza».

<sup>15</sup> L'attuale art. 16a dispone, infatti, quanto segue: «Even though some offers of crypto-assets other than asset-referenced tokens or e-money tokens are exempted from several or all obligations under this Regulation, where applicable, EU horizontal legislation ensuring consumer protection, such as Directive 2005/29/EC of the European Parliament and of the Council or the Council Directive 93/13/EEC of 5 April 1993 on unfair terms in consumer contracts, including any information obligations contained therein, remain applicable to these offers to the public of crypto-assets where involving business-to-consumer relations».



da i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE, inoltre, espressamente esclude dal suo ambito di applicazione le «operazioni successive» o le «serie di operazioni distinte della stessa natura scaglionate nel tempo» in caso di accordo iniziale<sup>16</sup>.

Per quanto la scelta non appaia condivisibile (soprattutto con riferimento alla «serie di operazioni distinte della stessa natura» scaglionate nel tempo con riferimento alle quali il consumatore resta privo di protezione) sembra, pertanto, che l'indicazione del legislatore europolitario sia nel senso di escludere l'applicabilità della Direttiva 2011/83/UE ai servizi finanziari diversi da quelli contemplati attualmente nella Direttiva 2002/65/CE<sup>17</sup>.

Prima di chiudere il tema relativo alla possibilità o meno di utilizzare la protezione offerta dalla Direttiva 2011/83/UE nel settore «finanziario», occorre affrontare la questione attinente alla possibilità o meno di ricondurre alla categoria dei «servizi finanziari» anche la vendita (o cessione) da parte dell'emittente di azioni, di obbligazioni o fondi, pure tokenizzati.

Il problema è stato espressamente trattato da Philipp Maume. Secondo l'autore l'unica disciplina applicabile in caso di «token acquisition (which would be the acquisition of a share, bond, or fund)» sarebbe quella contenuta nella Direttiva 2011/83/UE. In particolare, l'autore, nell'occuparsi del diritto di recesso per il consumatore, sostiene quanto segue: «Not relevant [...] is Directive 2002/65/EC on financial services and direct marketing (Financial Services Directive, FSF). It applies to the provision of financial services online. The Directive mentions typical financial services as examples: bank accounts, credit cards, portfolio management, etc [...] The non-crypto equivalent of a token acquisition (which would be the acquisition of a share, bond, or fund) is not mentioned. That is straightforward because selling something to someone is not the same thing as providing a service for someone. Token sales are more comparable to the sale of goods, which generally falls within the scope of Directive 97/7/EC on distance contracts (Rec. 10 FSD) and its

<sup>16</sup> Ciò si ricava dall'art. 1 della Proposta che modifica l'art. 3 della direttiva 2011/83/UE come segue: 1) l'articolo 3 è così modificato: a) è inserito il paragrafo 1 ter seguente: «1 ter) Gli articoli 1 e 2, l'articolo 3, paragrafi 2, 5 e 6, l'articolo 4, gli articoli da 16 bis a 16 sexies, l'articolo 19, gli articoli da 21 a 23, l'articolo 24, paragrafi 1, 2, 3 e 4, e gli articoli 25 e 26 si applicano ai contratti a distanza conclusi tra un professionista e un consumatore per la prestazione di servizi finanziari. Laddove i contratti di cui al primo comma comprendano un accordo iniziale di servizio seguito da operazioni successive o da una serie di operazioni distinte della stessa natura scaglionate nel tempo, le disposizioni di cui al primo comma si applicano esclusivamente all'accordo iniziale»; b) al paragrafo 3, la lettera d) è sostituita dalla seguente: «d) di servizi finanziari, non contemplati dall'articolo 3, paragrafo 1 ter».

<sup>17</sup> Ritiene diversamente P. Maume, *Consumer Protection*, in P. Maume, L. Maute, M. Fromberger, *The Law of Crypto Assets. A Handbook*, Baden-Baden, Beck-Nomos Verlagsgesellschaft-Hart Publishing, 2022, p. 110. Vedi *infra* nel testo.

successor, the CRD. Thus, issuing tokens is not a financial service within the scope of FSD»<sup>18</sup>.

In altre parole, l'autore distingue il contratto di acquisizione di prodotti finanziari dal contratto di servizi finanziari e ritiene che la Direttiva 2011/83/UE si applichi al primo mentre la Direttiva 2002/65/CE al secondo.

La soluzione interpretativa non convince. In vero l'elenco, contenuto nella Direttiva 97/7/CE, cui l'autore fa riferimento, è testualmente definito «non esauriente» nell'art. 3 di tale direttiva. A ciò si aggiunga che la Direttiva 2002/65/CE, che disciplina la «commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori» (art. 1), definisce il contratto a distanza come «qualunque contratto avente per oggetto servizi finanziari, concluso tra un fornitore e un consumatore nell'ambito di un sistema di vendita<sup>19</sup> o di prestazione di servizi a distanza organizzato dal fornitore che, per tale contratto, impieghi esclusivamente una o più tecniche di comunicazione a distanza fino alla conclusione del contratto, compresa la conclusione del contratto stesso». Tale dato rende evidente che la disciplina non escluda affatto il contratto di vendita (o acquisizione) dal suo ambito di applicazione. In altre parole, la stessa è riferita al settore e non al tipo di contratto<sup>20</sup>. I limiti alla sua applicazione, pertinenti rispetto al tema qui affrontato, riguardano soltanto le «operazioni successive» o le «serie di operazioni distinte della stessa natura scaglionate nel tempo» in caso di accordo iniziale.

L'interpretazione proposta sembrerebbe confermata anche dai lavori preparatori di MiCAR. Il riferimento alla Direttiva 2011/83/UE, contenuto nel considerando 16 è stato, infatti, eliminato nell'aprile del 2021, con la seguente spiegazione: «Directive 2011/83/EU does not apply to financial services; referring it would be contradictory with the purpose of restricting the scope to financial like products/services». Il riferimento ai prodotti, oltreché ai servizi, rende palese l'adesione all'idea secondo la quale la Direttiva 2002/65/CE sia applicabile al settore finanziario in generale.

Ciò non significa, ovviamente, che la distinzione fra cessione di prodotti e fornitura di servizi non possa rilevare a fini diversi (rileva, ad esempio, all'interno di MiCAR<sup>21</sup>).

La disciplina che si applica, dunque, nella contrattazione a distanza all'interno del settore finanziario, nei rapporti *BtoC*, è quella contenuta nella Direttiva 2002/65/CE, recepita nell'ordinamento italiano negli artt. 67-*bis* e ss. del Codice del consumo.

<sup>18</sup> P. Maume, *op. cit.*, p. 110.

<sup>19</sup> Enfasi mia.

<sup>20</sup> La Direttiva 2011/83/UE fa espresso riferimento al contratto del «settore» finanziario nel definire il suo ambito di applicazione (cfr. considerando 32).

<sup>21</sup> Vedi *infra* nel testo.

Non vi è ragione alcuna per ritenere che la «commercializzazione» delle cripto-attività possa sfuggire all'ambito di applicazione di tale disciplina<sup>22</sup>.

Tale direttiva definisce i servizi finanziari, al pari della Direttiva 2011/83/UE, come «qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, assicurativa, servizi pensionistici individuali, di investimento o di pagamento» (art. 2, lett. b). La stessa impone obblighi di informazione nei confronti del consumatore prima della conclusione del contratto a distanza (art. 3), obblighi di forma nelle comunicazioni delle condizioni contrattuali e delle informazioni preliminari (art. 5) e il diritto di recesso per il consumatore (art.6).

Le informazioni da dare al consumatore riguardano: (i) il fornitore (ad es., identità, attività principale, indirizzo geografico, registro di commercio al quale è iscritto, estremi dell'autorizzazione); (ii) il servizio finanziario (fra l'altro, le principali caratteristiche del prodotto, il prezzo totale, l'eventuale rapporto fra il servizio finanziario e strumenti che presentano particolari rischi o il cui prezzo dipenda dalla fluttuazione dei mercati, l'esistenza di eventuali imposte o costi non versati tramite il fornitore, modalità di pagamento ed eventuali costi aggiuntivi); (iii) il contratto a distanza (ad es., l'esistenza o la mancanza del diritto di recesso, la durata e la modalità di esercizio di quest'ultimo, la legislazione applicabile); e (iv) il ricorso (procedure extra giudiziali di reclamo, esistenza di fondi di garanzia *etc.*).

Le comunicazioni devono avvenire attraverso supporto cartaceo o altro supporto durevole. La Direttiva 2002/65/CE, però, prevede anche che «In qualsiasi momento del rapporto contrattuale il consumatore, se lo richiede, abbia il diritto di ricevere le condizioni contrattuali su supporto cartaceo» (previsione in Italia contenuta nell'art. 67 *undecies*, comma 3 del cod. cons.). La previsione appare in generale «datata» e, rispetto al mercato delle cripto-attività, decisamente distonica<sup>23</sup>.

Non è un caso, dunque, che la stessa non compaia più nella già citata Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE.

Il diritto di recesso non si applica ai servizi finanziari il cui prezzo dipenda da fluttuazioni del mercato finanziario che il fornitore non è in grado di controllare (art. 6, comma 2).

<sup>22</sup> Tribunale Verona, 24 Gennaio 2017 (in <https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/16726.pdf>, consultato il 14 febbraio 2023) ha ritenuto applicabile la disciplina contenuta negli articoli del codice del consumo che recepiscono la Direttiva 2002/65/CE in un'operazione di cambio di valuta tradizionale contro bitcoin.

<sup>23</sup> Non ho mai affermato che tutte le norme contenute nella Direttiva 2002/65/CE siano distoniche rispetto al mercato delle cripto-attività. Ho sempre fatto riferimento a specifiche norme. Non mi è chiara, dunque, la critica di P. Sirena, *op. loc. cit.*

### **3. La tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza di crypto-attività dopo l'approvazione e l'entrata in vigore di MiCAR: gli obblighi dell'offerente e dell'emittente**

Quella descritta sopra è la tutela che spetta attualmente al consumatore che stipula contratti a distanza nel mercato delle crypto-attività.

Occorre adesso chiedersi se e come questa tutela possa modificarsi in seguito all'approvazione e all'entrata in vigore di MiCAR.

Come si è già detto sopra, MiCAR si applicherà agli *asset-referenced tokens*, agli *e-money tokens* e a *crypto-asset* diversi dagli *asset-referenced tokens* e dagli *e-money tokens* (art. 1).

I *crypto-assets* sono definiti come «digital representation of a value or a right which may be transferred and stored electronically, using distributed ledger technology or similar technology» (articolo 3, comma 1, punto 2).

Gli «asset-referenced token» sono definiti come «a type of crypto-asset that is not an electronic money token and that purports to maintain a stable value by referencing to any other value or right or a combination thereof, including one or more official currencies» (articolo 3, comma 1, punto 3).

Mentre gli «electronic money token» o gli «e-money token» sono definiti come «a type of crypto-asset that purports to maintain a stable value by referencing to the value of one official currency» (articolo 3, comma 1, punto 4).

Con riferimento a ciò che per noi rileva, MiCAR stabilisce regole volte alla «protection of holders of crypto-assets in the issuance, offering to the public and admission to trading» (art. 1, comma 1, lett. d) e alla «protection of clients of crypto-assets service providers» (art. 1, comma 1, lett. da).

Tali regole prevedono, fra l'altro, obblighi di informazione e diritto di recesso. È su questo tipo di obblighi, che possono interferire e/o sovrapporsi con quelli analizzati nei paragrafi precedenti, che soffermerò l'attenzione in questa sede.

Analizzerò, in primo luogo, quelli che gravano sugli offerenti al fine di proteggere i «*retail holders*».

Occorre subito chiarire che, dati i diversi rischi, MiCAR impone agli offerenti regole diverse a seconda del tipo di token (cfr. considerando 11). Articolerò, dunque, le riflessioni che seguono tenendo conto di tali differenze.

a) Tutela del consumatore e offerta di *crypto-asset* diversi dagli *asset-referenced tokens* e dagli *e-money token*

Esaminiamo, per primi, gli obblighi che gravano sugli offerenti di *crypto-assets* diversi dagli *asset-referenced tokens* e dagli *e-money tokens*.

Tali soggetti, che devono essere persone giuridiche (art.4, comma 1, lett. a), hanno l'obbligo di presentare un *White Paper* contenente «general information on the issuer, offeror or person seeking admission to trading, on the project to be carried out with the capital raised, on the public offer of crypto- assets or on their admission to trading on a trading platform for crypto-assets, on the rights and obligations attached to the crypto-assets, on the underlying technology used for such assets and on the related risks» (considerando 14).

L'elenco delle indicazioni da fornire tramite il *White Paper*, contenuto nell'art. 5 di MiCAR, segue l'impostazione della Direttiva 2002/65/CE, prevedendo, oltre quelli contemplati da quest'ultima, anche ulteriori obblighi di *disclosure*. Sembra, pertanto, possa dirsi che il rispetto della disciplina MiCAR comporti contestualmente anche il rispetto di quanto previsto nella Direttiva citata.

Il libro bianco deve esser pubblicato nel sito web dell'offerente e di chi chiede l'ammissione alla negoziazione (art. 8). Tale libro bianco dovrà esser notificato anche alle autorità nazionali competenti (art. 7). La versione pubblicata sul sito e quella comunicata alle autorità nazionali devono essere identiche (art. 8)<sup>24</sup>. La doppia circostanza (pubblicazione sul proprio sito web e identità di questa con la versione comunicata alle autorità nazionali) rende immodificabile (con riferimento al periodo in cui è fornita) la comunicazione da parte dell'offerente e, dunque, consente di dire integrati gli estremi della comunicazione dell'informazione su «supporto durevole», previsto dalla direttiva 2002/65/CE (la mera pubblicazione sul sito internet, da sola, non consentirebbe di dire integrati gli estremi<sup>25</sup>). L'art. 10, comma 2, di MiCAR, per

<sup>24</sup> L'art. 8 dispone quanto segue: «1. Offerors and persons seeking admission to trading of crypto-assets, other than asset-referenced tokens or e-money tokens, shall publish their crypto-asset white paper, and, where applicable, their marketing communications, on their website, which shall be publicly accessible, at a reasonable time in advance of, and by no later than the starting date of the offer to the public of those crypto-assets or the admission of those crypto-assets to trading on a trading platform for crypto-assets. The crypto-asset white paper, and, where applicable, the marketing communications, shall remain available on the website of the offeror or person seeking admission trading for as long as the crypto-assets are held by the public. 2. The published crypto-asset white paper, and, where applicable, the marketing communications, shall be identical to the version notified to the relevant competent authority in accordance with Article 7, or, where applicable, modified in accordance with Article 11».

<sup>25</sup> Cfr. considerando 20 della Direttiva 2002/65/CE.

altro, prevede espressamente che «offerors and persons seeking admission to trading of crypto-assets, other than asset-referenced tokens or e-money tokens, that have published a crypto-asset white paper in accordance with Article 8 [...] shall not be subject to any further information requirements, with regard to the offer of those crypto-assets or the admission of such crypto-assets to a trading platform for crypto-assets».

L'assolvimento degli obblighi di informazione previsti da MiCAR esclude, dunque, che debbano esser fornite ulteriori informazioni all'aderente all'offerta. Aderente che, comunque, riceve attraverso MiCAR un livello di tutela non inferiore, sotto il profilo dell'informazione, a quello che avrebbe ricevuto attraverso l'applicazione della direttiva sulla contrattazione a distanza.

L'obbligo di redigere il *White Paper* non grava, però, sulle piccole e medie imprese e sulle start-up «that do not exceed an adequate aggregate threshold over a period of 12 months» (cfr. art. 4, comma 2b e considerando 16).

Come ho già detto sopra<sup>26</sup>, la vecchia versione di MiCAR faceva salva, con riferimento a queste ultime ipotesi, l'applicabilità delle Direttive 2005/29/CE, 93/13/CEE, e 2011/83/UE (cfr. considerando 16). L'ultima versione, invece, fa salva solo l'applicazione delle prime due (cfr. considerando 16a).

Né nella precedente né nell'ultima versione, si fa riferimento, invece, alla Direttiva 2002/65/CE. Tale omissione sembra esser frutto di una svista. Non vi è, infatti, ragione alcuna per escludere l'applicabilità della disciplina contenuta in tale Direttiva alle offerte di *crypto-asset* diversi dagli *asset-referenced tokens* e dagli *e-money tokens* «that do not exceed an adequate aggregate threshold over a period of 12 months». Se, infatti, ci si può interrogare, come si è fatto anche in questa sede, sull'applicabilità di tale disciplina laddove MiCAR imponga obblighi equivalenti o addirittura più gravosi, non sarebbe giustificato sottrarre una tutela già concessa dall'ordinamento al consumatore sol perché l'offerta riguardi cripto-attività.

Alla stessa conclusione si deve giungere con riferimento agli altri casi di esenzione dalla presentazione del *White Paper* e alle ipotesi in cui il regolamento dispone la non applicabilità del titolo II.

L'offerente di *crypto-asset* diversi dagli *asset-referenced tokens* e dagli *e-money tokens* deve garantire il diritto di recesso al *retail-holder* che acquisti tali *crypto-assets* direttamente dall'offerente o da un fornitore di servizi di *crypto-assets* che collochi *crypto-assets* per conto dell'offerente. Tale recesso potrà essere esercitato entro 14 giorni e comincerà a decorrere dal giorno dell'accettazione dell'offerta. Gli offerenti devono dare informazione del diritto di recesso nel libro bianco. Il diritto di recesso non si applica se i *crypto-assets* sono stati ammessi alla negoziazione su una piattaforma di

<sup>26</sup> Vedi *supra* par. 1, testo e note nn. 12 e 14.

*trading* prima dell'acquisto da parte del *retail-holder* (cfr. art. 12) e, ciò, come viene chiarito nel considerando 22, perché «in such a case, the price of such crypto-assets would depend on the fluctuations of crypto-asset markets».

Come si può agevolmente notare, il diritto di recesso è costruito seguendo quanto previsto dalla Direttiva 2002/65/CE (anche per quanto riguarda la perdita del diritto di recesso nel caso in cui il prezzo del prodotto finanziario dipenda da fluttuazioni del mercato che il fornitore non è in grado di controllare). Non sorprende, dunque, che nel considerando 22 di MiCAR si precisi che: «Where the retail holder has a right of withdrawal under this Regulation, the right of withdrawal under Directive 2002/65/EC should not apply».

In MiCAR, dunque, viene chiarito in modo testuale che, astrattamente, anche in caso di cessione di cripto-attività diverse dagli *asset-referenced tokens* e dagli *e-money tokens* da parte dell'offerente si dovrebbe applicare quanto previsto dalla Direttiva 2002/65/EC ma che, essendo prevista nel regolamento una regola specifica (e di eguale tenore) in punto di recesso, questa non trova applicazione.

## b) Tutela del consumatore ed emissione di *asset-referenced tokens*

Analizziamo adesso gli obblighi che gravano sugli emittenti e sugli offerenti di *asset-referenced tokens* sotto il profilo delle informazioni e del recesso.

Anche su tali soggetti incombe, fra l'altro, l'obbligo di redazione di un *white paper*<sup>27</sup>.

L'art. 15 dispone che, di regola, solo gli emittenti possano offrire al pubblico *asset-referenced tokens* (anche se gli stessi possono delegare terzi con atto scritto). I requisiti per l'offerta sono più gravosi (si deve, ad esempio, chiedere alle autorità competenti un'autorizzazione all'emissione) rispetto a quelli previsti *crypto-asset* diversi dagli *asset-referenced tokens* e dagli *e-money tokens*. Ciò che per noi rileva, però, è che anche tali emittenti devono redigere un *white paper* e una sintesi di questo redatta con parole facili e comprensibili (art. 17). Nella sintesi deve essere indicata la possibilità di avvalersi del diritto di riscatto, di cui si dirà fra poco.

<sup>27</sup> L'obbligo di informazione è continuo. Nel considerando 31 si legge quanto segue: «In addition to information included in the crypto-asset white paper, issuers of asset-referenced tokens should also provide holders of such tokens with information on a continuous basis. In particular, they should disclose the amount of asset-referenced tokens in circulation and the value and the composition of the reserve assets on their website. Issuers of asset-referenced tokens should also disclose any event that is likely to have a significant impact on the value of the asset-referenced tokens or on the reserve assets, irrespective of whether such crypto-assets are admitted to trading on a trading platform for crypto-assets».

Anche in questo caso, l'elenco delle indicazioni da fornire tramite il *White Paper*, contenuto nell'art. 17 di MiCAR, segue l'impostazione della Direttiva 2002/65/CE, prevedendo anche ulteriori obblighi di *disclosure*. Sembra, pertanto, possa dirsi che, anche in questo caso, il rispetto della disciplina MiCAR comporti contestualmente anche il rispetto di quanto previsto nella Direttiva citata.

Il libro bianco, approvato dalle Autorità, deve essere pubblicato sul sito dell'emittente (art. 24) e comunicato dalle autorità competenti all'ESMA che lo inserisce nel registro dei *White Papers* degli emittenti di token collegati ad attività messo a disposizione del pubblico sul sito web di detta Agenzia europea. Anche in questo caso, la comunicazione può dirsi, dunque, immodificabile (con riferimento al periodo in cui è fornita) e, pertanto, idonea a integrare gli estremi della comunicazione dell'informazione su «supporto durevole», previsto dalla direttiva 2002/65/CE. Nonostante, dunque, non esista una norma simile a quella contenuta nell'art. 10, si può egualmente giungere alla conclusione secondo la quale l'emittente non debba fornire informazioni diverse rispetto a quelle previste da MiCAR.

Con riferimento agli *asset-referenced tokens*, l'emittente ha l'obbligo di introdurre una procedura chiara per la gestione dei reclami (cfr. considerando 32 e artt. 16, 21 e 27).

Sarebbe opportuno estendere questa regola, applicabile anche in presenza di servizi finanziari come definiti in MiCAR (vedi *infra*), anche all'offerta di altri tipi di cripto-attività.

Con riferimento alla cessione di *asset-referenced tokens*, non è previsto il recesso.

È previsto, però, il rimborso e il diritto di riscatto. In particolare, l'art. 35 (*Rights on issuers of asset-referenced tokens*) nella prima parte dispone quanto segue: «1. Issuers of asset-referenced tokens shall grant holders redemption rights at all times on the issuer of asset-referenced tokens, and on the reserve assets when the issuer is not able to comply with its obligations in accordance with Chapter 6. The issuer shall establish, maintain and implement clear and detailed policies and procedures on such rights. 2. Upon request by the holder of asset-referenced tokens, the respective issuer must redeem at any moment by paying in funds other than e-money the market value of the asset-referenced tokens held or by delivering the referenced assets». Gli emittenti dovranno stabilire le modalità di tale diritto di riscatto<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> L'art. 35, infatti, prevede anche quanto segue: «Issuers shall establish a policy on such permanent redemption right setting out: (a) the conditions, including thresholds, periods and timeframes, for holders of asset-referenced tokens to exercise this right; (b) the mechanisms and procedures to ensure the redemption of the asset-referenced tokens, including in stressed market circumstances, including in the context of implementation of the plan from Article



A me sembra che, nonostante, tale diritto di riscatto non corrisponda esattamente al recesso di pentimento, possa dirsi che sia una forma di protezione equivalente a tale recesso. Per certi versi, è più vantaggioso perché non incontra limiti temporali, per altri, lo è meno perché potrebbe esser sottoposto a limiti sotto il profilo della modalità di esercizio.

In assenza di espressa posizione sul punto, che sarebbe stata auspicabile, si deve ritenere, però, che il diritto di recesso, previsto dalla Direttiva 2002/65/CE, si possa continuare ad esercitare. Con il limite dell'ammissione alla negoziazione su una piattaforma di *trading* perché, in questo caso, almeno astrattamente, i *tokens* sarebbero sottoposti a possibilità di fluttuazione (vedi *supra*).

La questione, in futuro, potrebbe esser risolta dall'approvazione della Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE. In tale disciplina, di cui abbiamo già parlato, infatti, è contenuta la regola secondo la quale nei contratti a distanza dei servizi finanziari il recesso non opera in presenza di «cripto-attività quali definite all'[articolo 3, paragrafo 1, punto 2, della proposta della Commissione di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, del 24.9.2020 (COM(2020) 593 final)]» (art. 16 *ter*, punto 2, lett. a).

La Proposta contiene anche la seguente regola: «Qualora un altro atto dell'Unione che disciplina specifici servizi finanziari contenga norme sulle informazioni da fornire al consumatore prima della conclusione del contratto, a detti specifici servizi finanziari si applicano soltanto gli obblighi di informazione precontrattuale di tale altro atto dell'Unione, salvo diversamente disposto in tale atto» (16 *bis*, punto 6).

Pur potendosi, come si è detto, giungere alla medesima soluzione, almeno con riferimento agli obblighi di informazione, il legislatore avrebbe fatto meglio a inserire la regola in MiCAR.

41a, or in case of an orderly redemption of asset-referenced tokens as referred to in Article 42; (c) the valuation, or the principles of valuation, of the asset-referenced tokens and of the reserve assets when this right is exercised by the holder of asset-referenced tokens, including by using the methodology from Article 32(6); (d) the settlement conditions when this right is exercised; (e) [deleted] (ea) measures the issuers is taking to adequately manage increases or decreases of the reserve, to avoid any adverse impacts on the market of the assets included in the reserve. If issuers, when selling an asset-referenced token, accept a payment in funds other than e-money, denominated in a given official currency of a country, they shall always provide an option to redeem the token in funds other than e-money, denominated in the same official currency. 3. [deleted] 4. [deleted] 3. Without prejudice of Article 41a, the redemption of asset-referenced tokens shall not be subject to a fee. 5. [deleted]».

c) Tutela del consumatore ed emissione di *e-money tokens*

Analizziamo adesso i requisiti richiesti per l'ammissione e l'offerta di *e-money tokens*.

In primo luogo, la disciplina prevede che nessuno all'interno dell'Unione possa offrire o chiedere l'ammissione alla negoziazione di *e-money tokens* se non sia l'emittente di tali gettoni di moneta elettronica (art. 43) (fatta sempre salva la possibilità per l'emittente di delegare l'attività di offerta al pubblico o di ammissione alla negoziazione a una persona terza *previo consenso scritto*).

Prima di offrire *e-money tokens* o di chiedere l'ammissione di questi alla negoziazione su una piattaforma di trading, l'emittente deve pubblicare un libro bianco (e una sintesi di questo) sul proprio sito web (art. 46). Il *white paper* deve essere notificato alle autorità competenti.

Ancora una volta, si deve dire che l'elenco delle indicazioni da fornire tramite il *white paper*, contenuto nell'art. 46 di MiCAR, segue l'impostazione della Direttiva 2002/65/CE, prevedendo anche ulteriori obblighi di *disclosure* e, pertanto, il rispetto della disciplina MiCAR comporti contestualmente anche il rispetto di quanto previsto nella Direttiva citata. Anche qui non ci sono problemi di compatibilità con la disciplina relativa al supporto durevole, per le stesse ragioni già dette con riferimento agli altri tipi di *token*. E anche in questo caso c'è l'obbligo di comunicare l'esistenza del diritto di riscatto.

Su richiesta di chi possiede *e-money tokens*, l'emittente è tenuto a rimborsare il valore dei token in fondi diversi dall'*e-money*, cioè in banconote o in moneta bancaria<sup>29</sup>. Più precisamente l'art. 44, comma 4, prevede quanto segue: «Upon request by the holder of e-money tokens, the respective issuer must redeem, at any moment and at par value, the monetary value of the e-money tokens held to the holders of e-money tokens in funds other than e-money». Nel *white paper* devono essere indicate le condizioni di rimborso.

Vale qui quanto detto sopra, con riferimento agli *asset-referenced tokens*, in relazione al rapporto fra riscatto e recesso di pentimento. E anche qui credo si possa dire che il legislatore eurounitario avrebbe potuto anticipare in MiCAR quanto previsto nella Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza.

<sup>29</sup> Cfr. la definizione di fondi contenuta nell'art. 4, par. 1, n. 25, della Direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2015, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/CE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64.

Prima di chiudere conviene precisare che il considerando 61c chiarisce che: «The exchange of crypto-assets for funds or exchange of crypto-assets for other crypto-assets when made by the issuer or offeror is not a crypto-asset service». Con riferimento a tali scambi, pertanto, vale quanto detto in questo paragrafo.

#### **4. La tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza di cripto-attività dopo l'approvazione e l'entrata in vigore di MiCAR: gli obblighi del prestatore di servizi**

Occorre adesso dedicare un'ultima riflessione al rapporto fra obblighi che gravano sui prestatori di servizi, come definiti in MiCAR, e il rispetto degli obblighi disposti dalla Direttiva 2002/65/CE.

Per MiCAR i *crypto-asset service* sono da intendere come «any of the services and activities listed below relating to any crypto-asset:

- (a) the custody and administration of crypto-assets on behalf of third parties;
- (b) the operation of a trading platform for crypto-assets;
- (c) the exchange of crypto-assets for funds;
- (d) the exchange of crypto-assets for other crypto-assets;
- (e) the execution of orders for crypto-assets on behalf of third parties;
- (f) placing of crypto-assets;
- (fa) providing transfer services for crypto-assets on behalf of third parties;
- (g) the reception and transmission of orders for crypto-assets on behalf of third parties;
- (h) providing advice on crypto-assets;
- (hb) providing portfolio management on crypto-assets».

Nel considerando 55 di MiCAR si legge quanto segue: «In order to ensure consumer protection, market integrity and financial stability, crypto-asset service providers should always act honestly, fairly and professionally in the best interest of their clients. Crypto-asset services should be considered 'financial services' as defined in Directive 2002/65/EC13 of the European Parliament and of the Council, in case the criteria of that Directive are met. Where marketed at distance, the contracts between crypto-asset service providers and consumers should be subject to that Directive as well, unless this Regulation expressly states otherwise. Crypto-asset service providers should provide their clients with clear, fair and not misleading information and warn them about the risks associated with crypto-assets. Crypto-asset service providers should make their pricing policies public, should establish

a complaint handling procedure and should have a robust policy to identify, prevent, manage and disclose conflicts of interest»<sup>30</sup>.

Se commercializzati a distanza, dunque, tutti i contratti stipulati fra i fornitori di servizi di *crypto-asset* e i consumatori dovrebbero esser sottoposti alla disciplina della Direttiva 2002/65/CE, a meno che MiCAR stessa non disponga diversamente.

Le informazioni che i fornitori di servizi di cripto-attività devono fornire all'autorità competente per ottenere l'autorizzazione sono molto dettagliate e gravose (art. 54). Ai sensi dell'art. 59, quando forniscono i servizi previsti nell'art. 3, paragrafo, 1, punti 11, 12, 13, 17 e 17a, devono fornire ai clienti i collegamenti ipertestuali ai *White Paper* dei *crypto-asset* con riferimento ai quali forniscono i servizi. I fornitori devono rendere pubbliche le loro politiche di prezzi, costi e commissioni in un punto visibile del sito. Tutti dati che devono esser pubblicati in un punto visibile del sito.

MiCAR prevede poi obblighi di informazione specifici legati al tipo di servizio (cfr., solo ad esempio, l'art. 67 o l'art. 73a) e anche obblighi legati alle comunicazioni da dare ai clienti con riferimento alle condizioni per considerare il loro ordine definitivo (cfr., ad esempio, l'art. 69). L'art. 70 (relativo all'esecuzione di ordini per *crypto-assets* per conto dei clienti) prevede che «*Crypto-asset service providers that are authorised to execute orders for crypto-assets on behalf of third parties shall provide appropriate and clear information to their clients on their order execution policy and any significant change to it. That information shall explain clearly, insufficient detail and in a way that can be easily understood by clients, how orders will be executed by the crypto-asset service provider for the client. Crypto-asset service providers shall obtain prior consent from their clients regarding the order execution policy.* 4. *Crypto-asset service providers that are authorised to execute orders for crypto-assets on behalf of third parties shall be able to demonstrate to their clients, at their request, that they have executed their orders in accordance with their execution policy and to demonstrate to the competent authority, at its request, their compliance with this Article*».

A me sembra, nuovamente, che il livello di informazioni copra quanto previsto dalla Direttiva 2002/65/CE. Qualche dubbio può avanzarsi sull'equiparazione al supporto durevole dell'informazione pubblicata sul sito web. Il legislatore avrebbe dovuto chiarire questo punto.

Non essendoci una precisa esclusione, a me sembra che possa qui operare la Direttiva 2002/65/CE in punto di recesso. Questo, dunque, dovrebbe

<sup>30</sup> Contro la lettera di tale considerando e dell'art. 2, lett. b) della Direttiva 2002/65/CE ritiene che quanto previsto in quest'ultima si applichi solo all'investimento finanziario P. Sirena, *op. loc. cit.*

be poter operare e dovrebbe esser inserito fra le informazioni da fornire al consumatore/*retail holder*. Resta salva la possibilità che lo stesso non operi laddove il prezzo dipenda da fluttuazioni del mercato finanziario. Cosa che, certamente, non accade sempre. Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui il servizio consista nel fornire consulenza sui *crypto-assets*<sup>31</sup>.

Proprio in ragione di quanto detto finora, credo si possa affermare che:

(i) appare convincente la già esposta regola, contenuta nella Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE, secondo la quale «qualora un altro atto dell'Unione che disciplina specifici servizi finanziari contenga norme sulle informazioni da fornire al consumatore prima della conclusione del contratto, a detti specifici servizi finanziari si applicano soltanto gli obblighi di informazione precontrattuale di tale altro atto dell'Unione, salvo diversamente disposto in tale atto» (16 *bis*, punto 6). Come si è detto, infatti, gli obblighi di informazione prescritti da MiCAR sembrano sufficienti a garantire al «consumatore» una tutela equivalente a quella prevista dalla Direttiva 2002/65/CE;

(ii) non convince affatto l'altra regola, contenuta sempre nella suddetta proposta e già riportata, che esclude il recesso in presenza di «cripto-attività» come definite da MiCAR. Non vi è ragione alcuna, infatti, per escludere siffatta tutela, ad esempio, in caso di un servizio di consulenza sui *crypto-assets*. La norma è palesemente inserita pensando alla distonia fra il sistema di recesso e il meccanismo delle *DLT* ma deve essere «cesellata» per evitare di togliere tutela al consumatore senza che vi sia ragione alcuna.

Il raccordo fra le varie discipline è operazione davvero complessa e lo sforzo che ha fatto il legislatore dell'Unione con MiCAR è notevole. Restano, però, ancora punti da affinare. A ciò dovranno esser dedicati ulteriori sforzi.

Marisaria Maugeri  
Università degli Studi di Catania  
Dipartimento di Giurisprudenza  
Via Gallo 24  
95100 Catania  
mamaugeri@lex.unict.it  
Orcid: 0000-0002-2043-7790

<sup>31</sup> Non coglie l'esistenza di tale eventualità di P. Sirena, *op. loc. cit.*