

Lara Modica

# La proposta di regolamento MiCA e la disciplina delle pratiche commerciali scorrette

(doi: 10.4478/106712)

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/>

# La proposta di regolamento MiCA e la disciplina delle pratiche commerciali scorrette

Lara Modica

## The MiCAR Proposal and Unfair Commercial Practices

The most part of European and domestic supervisory authorities have underlined the likelihood that either the issuing and the negotiation of cryptoassets may be the final outcome of unfair and deceptive commercial practices. The discipline laid down by the Directive 2005/29/CE – now expressly recalled by the MiCAR Proposal – seems to be crucial for the best functioning of the market at stake. The Author stresses how the interplay between «horizontal» and «vertical» measures needs the interpreters play a pivotal role, in order to grant the best understanding of the circumstances of the case as well as the best using of the «professional diligence» general clause.

Keywords: Unfair Commercial Practices, MiCAR Proposal, Gamification.

## 1. Il *Wild West* delle cryptoattività

La circostanza che l'emissione e la circolazione di cripto-attività si collochino a valle di pratiche commerciali scorrette è un rischio molto concreto, ampiamente segnalato dalle Autorità di vigilanza europee e domestiche.

L'avvertenza ESA 2022/15<sup>1</sup> mette in guardia i consumatori contro la diffusa ingannevolezza delle informazioni che accompagnano gli scambi, le modalità aggressive con cui alcune cripto-attività sono pubblicizzate, il frequente impiego di materiale promozionale opaco, impreciso o intenzionalmente fuorviante, la perniciosità delle inserzioni veicolate dai *social media*, il ruolo ambiguo di *influencer* che enfatizzano i vantaggi glissando sui pericoli, gli ansiogeni consigli di investimento circolanti sul *web*.

Preoccupazioni già espresse e di recente ribadite da Consob e Banca d'Italia<sup>2</sup> anche con riferimento all'utilizzo di tecniche di *marketing* partico-

<sup>1</sup> *EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets*, reperibile all'indirizzo: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esa\\_2022\\_15\\_joint\\_esas\\_warning\\_on\\_crypto-assets.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esa_2022_15_joint_esas_warning_on_crypto-assets.pdf).

<sup>2</sup> Banca d'Italia, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette «valute virtuali»*, gennaio 2015, <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali/index.html?dotcache=refresh>; Banca d'Italia, *Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute vir-*

larmente invasive e altamente distorsive, alle suggestioni legate al miraggio di «commissioni zero», alla rappresentazione dello scambio di criptoattività come una forma di «gioco» .

Da qui l'urgenza da più parti segnalata di privilegiare interventi normativi mirati alla fase che precede l'informativa precontrattuale – anticipando limiti, controlli e tutele al momento nel quale viene catturata l'attenzione dell'investitore inesperto e condizionata la sua scelta negoziale – rispetto a forme di intervento *ex post*, non sempre in grado di determinare effetti autenticamente dissuasivi<sup>3</sup>.

Talvolta, poi, è la struttura stessa dell'operazione a dar corpo ad una pratica scorretta allorché ricalchi le sembianze dello «schema Ponzi»<sup>4</sup> o si avvalga di sistemi con caratteristiche piramidali. Le cronache estive ci hanno raccontato del primo crac di una società italiana<sup>5</sup>, ultimo episodio di una serie nella quale il copione è più o meno sempre lo stesso: promessa di rendimenti molto alti, scarsa trasparenza informativa, assenza di valutazione preventiva del cliente, forte incentivazione ad affiliare nuovi investitori, inesistenza di qualsivoglia attività reale<sup>6</sup>.

La slealtà sembrerebbe dunque la cifra distintiva del mondo crypto, un *Wild West*<sup>7</sup> che, tra l'altro, si fa beffe del diritto fondamentale dei consumatori all'esercizio delle pratiche commerciali secondo principi di buona fede, correttezza e lealtà consacrato nel nostro art. 2, comma 2, c-bis) del codice del consumo.

*tuali da parte delle Autorità europee*, marzo 2018, <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali-2018/index.html>; *Consob e Banca d'Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle cripto-attività*, aprile 2021, [https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2021-01/CS\\_Congiunto\\_BI\\_CONSOB\\_cryptoasset.pdf](https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2021-01/CS_Congiunto_BI_CONSOB_cryptoasset.pdf).

<sup>3</sup> Audizione di P. Savona presso la Commissione Parlamentare d'inchiesta sulla tutela dei consumatori e degli utenti, 9 marzo 2022, [https://www.consob.it/web/consob/novita/-/asset\\_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/audizione-presidente-paolo-savona-9-marzo-2022-/10194](https://www.consob.it/web/consob/novita/-/asset_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/audizione-presidente-paolo-savona-9-marzo-2022-/10194).

<sup>4</sup> Come rimarcato nella Risoluzione del Parlamento europeo dell'8 ottobre 2020, la relazione economica annuale 2018 della Banca dei regolamenti internazionali ha constatato che almeno il 22,5 % delle ICO sono risultate essere schemi di Ponzi fraudolenti.

<sup>5</sup> Si allude alla vicenda che ha coinvolto la New Financial Technology, di cui si può leggere sul Corriere della Sera del 12 agosto 2022.

<sup>6</sup> SEC, *Ponzi schemes Using virtual Currencies*, [https://www.sec.gov/files/ia\\_virtualcurrencies.pdf](https://www.sec.gov/files/ia_virtualcurrencies.pdf); F. Panetta, *Wild West of crypto finance*, 25 aprile 2022, reperibile in <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220425-6436006db0.en.html>.

<sup>7</sup> G. Gensler, *Remarks Before the Aspen Security Forum*, U.S. Securities and Exchange Commission, 3 agosto 2021, <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-aspen-security-forum-2021-08-03>.

## 2. Il test di compatibilità della disciplina delle pratiche commerciali scorrette con il regolamento MiCA: il problema del *White Paper*

A fronteggiare un ecosistema tanto complesso e opaco sarà il regolamento MiCA, istitutivo di un quadro armonizzato per le cripto-attività e le attività e i servizi correlati<sup>8</sup>. L'obiettivo di convogliare entro una cornice comune le principali attività relative alle criptoattività nasce proprio dall'esigenza di promuovere uno sviluppo ordinato di un mercato la cui originaria ispirazione – più o meno genuinamente – anarchica si è presto tradotta in una spiccata propensione ad occupare spazi privi di regole e ad autorappresentarsi più facile e inclusivo perché esterno ai circuiti dell'*establishment*.

Al di là delle singole disposizioni destinate a incrociare il tema della correttezza delle pratiche, non v'è dubbio che già la fissazione di requisiti operativi soggettivi e oggettivi minimi, la presenza di definizioni e *standard* legali, l'imposizione di presidi organizzativi e obblighi di condotta determinerà, quale effetto per così dire naturale, l'innalzamento dei livelli di trasparenza del mercato di cripto-asset, apportando sicuri vantaggi in termini di lealtà degli scambi e tutela dei consumatori<sup>9</sup>, a partire dalla possibilità di individuare un professionista quale centro di imputazione di precisi doveri, cui dunque corrisponderanno precise pretese più facilmente attivabili<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, Bruxelles, 24.9.2020, su cui, per una panoramica di insieme, R. Lener, S.L. Furnari, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari «crittografati»?*, in *dirittobancario.it*, 2020. L'ultima versione della proposta è stata pubblicata il 5 ottobre 2022.

<sup>9</sup> V. però le preoccupazioni espresse dal CESE circa l'applicazione di un «regime transitorio» che prevede l'esenzione permanente dal rispetto delle previsioni di MiCAR per le cripto-attività già presenti sul mercato prima dell'entrata in vigore del regolamento e che ricadono nella categoria residuale «other than asset-referenced token and e-money token» (art. 123). Il CESE suggerisce pertanto di valutare con grande attenzione la possibilità che una cripto-attività già emessa possa godere in misura permanente di una tale esenzione, al fine di non compromettere la salvaguardia del principio di equo trattamento per cui allo «stesso rischio, e alla stessa attività, si applica lo stesso trattamento». Sarebbe invero più opportuno rendere effettivamente transitoria la disposizione in questione, stabilendo un termine di adeguamento per le cripto-attività di tale categoria già presenti sul mercato: così i punti 3.31 e 3.32 del Parere del Comitato economico e sociale europeo su: «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 final – 2020/0265 (COD)].

<sup>10</sup> In questa direzione peraltro già l'attivazione del Registro per gli operatori in criptovalute operante presso l'Organismo degli Agenti e dei Mediatori (OAM) a partire dal 18 maggio 2022 sulla base del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 13 gennaio 2022. Per

Il regolamento annovera esplicitamente tra i suoi obiettivi generali di fornire ai consumatori e agli investitori livelli di tutela adeguati e una chiara comprensione dei loro diritti<sup>11</sup>, anche al fine di «limitare i rischi di frode e di pratiche illecite nei mercati delle cripto-attività» per consentire loro «di accedere a nuove opportunità di investimento o a nuovi tipi di strumenti di pagamento, in particolare per le situazioni transfrontaliere»<sup>12</sup>; il considerando 14 stabilisce che «i potenziali acquirenti di cripto-attività dovrebbero essere informati in merito alle caratteristiche, alle funzioni e ai rischi delle cripto-attività che intendono acquistare»<sup>13</sup>; l'art. 1 – che ne circoscrive l'oggetto – «lays down uniform requirements for the offering and placing on the market of crypto-assets», anche in tema di «protection of holders of crypto-assets in the issuance, offering to the public and admission to trading» (lett. d) e «protection of clients of crypto-assets service providers (lett. da). In questa prospettiva si collocano le disposizioni in materia di *marketing*, di informazione precontrattuale, di recesso.

Il regolamento dà al contempo opportunamente per scontata la sicura applicabilità alle offerte di criptoattività delle discipline generali a tutela del consumatore<sup>14</sup> e dunque anche della direttiva 2005/29, modificata adesso dalla direttiva 2019/2161, in materia di pratiche commerciali scorrette.

Poiché, come messo in evidenza<sup>15</sup>, una delle questioni più spinose poste da MiCAR riguarda proprio la dialettica con le discipline orizzontali di protezione, sarà allora il caso in primo luogo di verificare che tipo di rapporto

tutti i soggetti già operativi alla data di apertura del Registro, in possesso dei requisiti di legge (art.17-bis, comma 2, del d. lgs 141/2010), è previsto un termine di 60 giorni per comunicare la propria operatività in Italia decorso il quale l'eventuale esercizio dell'attività sarà considerato abusivo. I soggetti non ancora operativi alla data di apertura del Registro, invece, dovranno preventivamente comunicare all'OAM l'intenzione di operare in Italia, adeguandosi ai requisiti normativi, e attendere la pronuncia dell'Organismo.

<sup>11</sup> Cfr. punto 1.4.1 della relazione di accompagnamento.

<sup>12</sup> Punto 1.4.2. della relazione di accompagnamento.

<sup>13</sup> Nella versione ultima, pubblicata il 5 ottobre 2022, è aggiunto il seguente periodo: «The information contained in the crypto-asset white paper and marketing communication, including advertising messages and marketing material, also through new channels such as social media platforms, should be fair, clear and not misleading. Advertising messages and marketing material should be consistent with the information provided in the crypto-asset white paper».

<sup>14</sup> Il considerando n. 16 a) recita: «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/EC9 of the European Parliament and of the Council or the Council Directive 93/13/EEC10 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».

<sup>15</sup> M. Maugeri, *Mercato finanziario, cripto-attività, proposta di regolamento MICA (Market in Crypto-Assets) e tutela del consumatore*, in *Contr. impr. Europa*, 2022, I, pp. 1 ss.

si instauri fra regole generali e regole settoriali allorché queste ultime, come in alcuni luoghi del regolamento accade, si occupino di condotte del professionista destinate a interferire con le decisioni di natura commerciale del consumatore medio<sup>16</sup>.

Il problema va indagato alla luce del comma 3 dell'art. 19 cod. cons., secondo il quale «in caso di contrasto, le disposizioni contenute in direttive o in altre disposizioni comunitarie e nelle relative norme di recepimento che disciplinano aspetti specifici delle pratiche commerciali scorrette prevalgono sulle disposizioni del presente titolo e si applicano a tali aspetti specifici». La corrispondente disposizione comunitaria statuisce che «in caso di contrasto tra le disposizioni della presente direttiva e altre norme comunitarie che disciplinino aspetti specifici delle pratiche commerciali sleali, prevalgono queste ultime e si applicano a tali aspetti specifici» (art. 3, § 4) e va letta insieme al considerando n. 10: «la direttiva si applica soltanto qualora non esistano norme di diritto comunitario specifiche che disciplinino aspetti specifici delle pratiche commerciali sleali, come gli obblighi di informazione e le regole sulle modalità di presentazione delle informazioni al consumatore. Essa offre una tutela ai consumatori ove a livello comunitario non esista una specifica legislazione di settore e vieta ai professionisti di creare una falsa impressione sulla natura dei prodotti».

Non è la sede per ripercorrere il vivace dibattito che ha contribuito a mettere a punto i confini della nozione di contrasto<sup>17</sup>. Sarà qui sufficiente ricordare che la Corte di Giustizia ha a più riprese segnalato che di «contrasto» può a ragione parlarsi solo ove il rapporto tra le disposizioni si spinga ben oltre la mera difformità o la semplice differenza, dovendosi piuttosto concretizzare una divergenza che non può essere superata mediante una formula inclusiva che permetta la coesistenza di entrambe le realtà senza che sia necessario snaturarle. Pertanto, un contrasto come quello contemplato dall'articolo 3, paragrafo 4, della direttiva 2005/29 sussiste unicamente quando disposizioni estranee a quest'ultima, disciplinanti aspetti specifici delle pratiche commerciali sleali, impongano ai professionisti, senza alcun margine di manovra, obblighi incompatibili con quelli stabiliti dalla medesima direttiva<sup>18</sup>. Ad attivare

<sup>16</sup> Un ulteriore problema di coordinamento, che non si può approfondire in questa sede e per il quale si rimanda al contributo di P. Sirena, si pone pure tra disciplina delle pratiche commerciali scorrette e disciplina della commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori, certamente applicabile allo scambio b2c di cryptoattività, con particolare riguardo, per esempio, al comma 4 dell'art. 67 *septiesdecies* cod. cons.

<sup>17</sup> Vedilo in M. Bertani, *Pratiche commerciali scorrette e violazione della regolazione settoriale tra concorso apparente di norme e concorso formale di illeciti*, in *NLCC*, 2018, pp. 926 ss.

<sup>18</sup> CGUE, sentenza del 13 settembre 2018, *Wind Tre*, cause riunite C-54/17 e C-55/17, punti 60 e 61. V. anche CGUE, sentenza del 16 luglio 2015, *Abcur*, C544/13 e C545/13; CGUE, sentenza del 25 luglio 2018, *Dyson*, C-632/16; CGUE, sentenza del 10 settembre 2020, *Mezina*, C-363/19.

la clausola di esclusione dovrà essere una vera e propria antinomia tra norma generale e norma settoriale, configurabile allorché, per esempio, una condotta valutabile come scorretta alla luce della direttiva 2005/29/CE sia invece chiaramente consentita alla stregua della regola settoriale o viceversa<sup>19</sup>.

Il carattere di sussidiarietà che sembrerebbe d'acchito delineato dal testo della direttiva è dunque progressivamente mutato, nella lettura fatta propria dalla Corte, in una tendenziale fisiologica complementarità tra direttiva sulle pratiche commerciali sleali e norme settoriali dell'UE, anche sulla scorta della constatazione che, in genere, i requisiti più specifici da queste stabiliti si aggiungono ai requisiti generali contemplati dalla direttiva, senza contraddirli.

Si tratta di un approdo rassicurante che valorizza la spiccata attitudine della direttiva a fungere da «rete di sicurezza», garantendo il mantenimento di un elevato livello comune di tutela dei consumatori contro le pratiche commerciali sleali in tutti i settori, anche integrando e colmando le lacune presenti in altri corpi normativi di matrice europea. Da qui, l'altrettanto sicura operatività della disciplina generale anche all'interno dei mercati regolati, ove vigerà comunque la competenza esclusiva dell'AGCM (art. 27, comma 1bis, cod. cons.).

Senonché, al quadro appena descritto si è aggiunto assai di recente un nuovo tassello che sembra muoversi nella direzione inversa a quella fin qui percorsa, nel senso, cioè, di un inedito ampliamento dei confini del «contrasto». Seppure limitatamente al profilo della omessa o ingannevole informazione, la Corte di Giustizia assume ora quale indice della sussistenza di un contrasto la circostanza che la norma settoriale regoli le conseguenze giuridiche dell'inadempimento o del non corretto adempimento dell'obbligo informativo, lasciando intendere – non è chiaro con quanta consapevolezza teorica – che la clausola di esclusione prevista dall'art. 3, paragrafo 4, debba operare in relazione alle norme in materia di informazione precontrattuale ogniqualvolta esse contemplino anche una disciplina del relativo inadempimento<sup>20</sup>.

È qui che può profilarsi all'orizzonte un contrasto con MiCAR, con particolare riguardo al regime dettato per il *White Paper*, documento centrale

<sup>19</sup> V. per esempio art. 12 della direttiva 2014/17/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 febbraio 2014 in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2013/36/UE e del regolamento (UE) n. 1093/2010, che vieta senz'altro le pratiche di commercializzazione abbinata laddove invece le pratiche di commercializzazione abbinata sono vietate ai sensi della direttiva 2005/29 (e del nostro art. 21 comma 3bis, cod. cons.) solo in seguito a una valutazione caso per caso.

<sup>20</sup> CGUE, sentenza del 24 febbraio 2022, A (*Contrats d'assurance «unit-linked»*), cause riunite C-143/20 e C-213/20, in *NGCC*, 2022, pp. 881 ss., con nota di G. Perfetti, *Lo statuto degli obblighi informativi: un altro contributo della Corte UE*.



nell'impianto del regolamento, destinato a veicolare (anche) al pubblico dei consumatori una serie di informazioni rilevanti, la cui omissione, opacità, incomprendibilità, ambiguità, intempestività di certo sono idonei a interferire con le scelte del consumatore medio.

Ebbene, l'art. 14 reg. completa la disciplina degli artt. 4, 4a) e 5, prevedendo una irrinunciabile<sup>21</sup> responsabilità risarcitoria di emittenti, offerenti e di coloro che chiedono l'ammissione a negoziazione di una cripto-attività per informazioni incomplete, non corrette, poco chiare oppure fuorvianti contenute nel *White Paper*<sup>22</sup>, regolandone altresì il regime probatorio<sup>23</sup>. Dispone infatti il secondo comma che spetta al possessore di cripto-attività presentare prove attestanti la violazione dell'articolo 5 (su forma e contenuti del *White Paper*) e che tale violazione ha avuto un impatto sulla sua decisione di acquistare, vendere o scambiare dette cripto-attività.

Esplicitando il diritto al risarcimento del danno, MiCAR deflette dalla ormai consueta linea che vuole tendenzialmente mute in punto di sanzioni le norme in tema di violazione di obblighi informativi<sup>24</sup> (che mute rimangono per lo più anche in sede di recepimento) e delinea un quadro compiuto che non si limita al risarcimento ma si spinge fino a caratterizzarne il regime, allocando in capo all'attore l'onere della prova della violazione e del nesso tra omissione informativa e decisione negoziale.

Si tratta, per inciso, di una opzione in netta controtendenza sia con scelte positive altrove compiute nella direzione di un alleggerimento dell'one-

<sup>21</sup> «L'esclusione della responsabilità civile è privata di qualsiasi effetto giuridico».

<sup>22</sup> «Where an offeror, person seeking admission to trading of crypto-assets, other than asset-referenced tokens or e-money tokens or the operator of a trading platform, or its administrative, management or supervisory bodies have infringed Article 5, by providing in its crypto-asset white paper or in a modified crypto-asset white paper information which is not complete, fair or clear or by providing information which is misleading, a holder of crypto-assets may claim damages from those persons or bodies for damage caused to her or him due to that infringement».

<sup>23</sup> Analogamente, l'art. 22 per gli emittenti di *token* collegati ad attività e l'art. 47 per gli emittenti di *token* di moneta elettronica.

<sup>24</sup> V. per esempio l'art. 11, comma 2, del regolamento (UE)2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato che si limita a prevedere: «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». Fa eccezione alla tendenza richiamata nel testo a lasciare sguarniti di rimedi gli obblighi informativi, ed esibisce una certa prossimità con l'art. 14 reg. MiCA, l'art. 35bis del Regolamento (UE) n. 462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, su cui v. E. Maciariello, *La responsabilità da rating: analisi dell'articolo 35-bis del regolamento (CE) 1060/2009*, in *Banca impr. soc.*, 2018, pp. 157 ss.



re probatorio in capo al contraente debole<sup>25</sup> sia con gli orientamenti delle nostre Corti, inclini a riequilibrare la disparità di forza anche processuale che divide fisiologicamente professionista e investitore *retail* variamente valorizzando il gioco delle presunzioni<sup>26</sup>. Non mi pare d'altro canto che la fisionomia dell'onere della prova possa essere spesa per qualificare come extracontrattuale la natura della responsabilità<sup>27</sup>; anzi, proprio chiedendo la prova del nesso tra omissione informativa e decisione negoziale, la norma sembrerebbe avvalorare semmai l'idea che ci si trovi già dentro il perimetro della responsabilità contrattuale.

In ogni caso, tornando alla prospettiva del «contrasto», bisognerà ammettere – alla luce dell'orientamento prima richiamato – che il *White Paper* rappresenta una enclave sottratta alle regole generali e che le conseguenze

<sup>25</sup> V. per esempio art. 15 direttiva 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 settembre 2002 concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori: «Fatto salvo l'articolo 7, paragrafo 3, gli Stati membri hanno facoltà di stabilire che l'onere della prova, per quanto riguarda l'ottemperanza da parte del fornitore all'obbligo di informazione del consumatore e per quanto riguarda il consenso del consumatore alla conclusione del contratto e, se del caso, all'esecuzione di quest'ultimo, possa incombere al fornitore. Costituisce clausola abusiva, ai sensi della direttiva 93/13/CEE del Consiglio, del 5 aprile 1993, concernente le clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori, ogni clausola contrattuale che ponga a carico del consumatore l'onere della prova dell'ottemperanza, totale o parziale, da parte del fornitore, agli obblighi che gli incombono in virtù della presente direttiva».

<sup>26</sup> V. Cass. 30 giugno 2020, n. 13148, a proposito dell'art. 132, comma 3, cod. cons.; Cass., 31 agosto 2020, n. 18151, Cass., 23 febbraio 2017, n. 4727 e Cass. 3 ottobre 2018, n. 24142 a proposito dell'art. 23, comma 6, TUF. In argomento L. Modica, *La prova di adempimento o inadempimento, in Il regime probatorio nel giudizio sulla responsabilità da inadempimento*, a cura di M. Maggiolo, Milano, 2022, pp. 301 ss. Segnala la distanza della regola di cui all'art. 14 MiCAR dalla «fraud on the market theory» Zickgraf, *Initial Coin Offerings*, in *The Law of Crypto Assets*, cit., p. 225. Criticano la norma siccome carente di coerenza interna, rivelandosi in contraddizione sia col dichiarato obiettivo di tutela dei consumatori sia con l'intento di ridurre l'intervento di pubbliche autorità, rinunciando alla procedura di preventiva approvazione del *White Paper*, G. Ferrarini, P. Giudici, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: A Market-Based Critique of MiCA*, ECGI Working Paper Series in Law, agosto 2021, pp. 23 ss., ad avviso dei quali «MiCA would be in line with a criticisable European tradition of great regulatory frameworks and poor enforcement, where regulation gives with one hand and takes away with the other» (p. 24), cui segue la conclusione per cui «MiCa looks also well-rooted in the EU tradition of designing grandiose regulatory frameworks aimed to protect investors without offering the protected parties effective instruments of private enforcement of their rights» (p. 25).

<sup>27</sup> Al pari di quanto accade, secondo la giurisprudenza, in tema di sollecitazione al pubblico risparmio, ove la responsabilità per violazione delle regole destinate a disciplinare il prospetto informativo che correda l'offerta di prodotti finanziari ha natura aquiliana, essendo tali regole volte a tutelare un insieme ancora indeterminato di soggetti ed a consentire a ciascuno di essi la corretta percezione dei dati occorrenti al compimento di scelte consapevoli, non essendo ancora configurabile, al momento dell'emissione del prospetto, un contatto sociale con i futuri eventuali investitori: così Cass., 14 giugno 2018, n. 15707.

della sua violazione iniziano e finiscono con il risarcimento *ex art.* 14 MiCAR, senza spazi residui per rimedi individuali diversi o ulteriori implicati dalla disciplina generale delle pratiche commerciali scorrette come aggiornata dalla direttiva 2019/2161 (cosiddetta direttiva *omnibus*<sup>28</sup>).

Il risultato applicativo è non solo di evitare una duplicazione dei rimedi risarcitori secondo lo schema per cui «la presenza di una fattispecie (X+1) più complessa di un'altra (X) comporta – giustamente – l'applicazione esclusiva della disciplina dettata per X+1 e non anche l'applicazione cumulativa della disciplina di X e di X+1»<sup>29</sup> ma altresì di rendere inattuabili gli altri rimedi individuali, non risarcitori, ora a disposizione del consumatore danneggiato da una pratica scorretta<sup>30</sup>, pur sempre nei limiti in cui rimedi di tal fatta possano dirsi «pertinenti», e funzionare, in questo contesto<sup>31</sup>.

L'esclusione dovrebbe essere circoscritta al piano del *private enforcement*; una disapplicazione selettiva, dunque, limitata a tale specifico aspetto e non estesa ai rimedi di *public enforcement*.

### 3. Le disposizioni del regolamento MiCA in tema di *marketing*

Anche a proposito di comunicazioni di *marketing*, MiCAR detta regole che incrociano il tema della correttezza delle pratiche commerciali. La pubblicità e la rappresentazione del prodotto sono del resto momenti essenziali nella prassi<sup>32</sup> perché è lì che si cattura una cerchia molto ampia di soggetti non sem-

<sup>28</sup> La direttiva (UE) 2019/2161 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica la direttiva 93/13/CEE del Consiglio e le direttive 98/6/CE, 2005/29/CE e 2011/83/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per una migliore applicazione e una modernizzazione delle norme dell'Unione relative alla protezione dei consumatori, all'art. 11 bis, che sul punto integra la direttiva 2005/29, riconosce ai consumatori lesi da pratiche commerciali sleali l'accesso a «rimedi proporzionati ed effettivi, compresi il risarcimento del danno subito dal consumatore e, se pertinente, la riduzione del prezzo o la risoluzione del contratto».

<sup>29</sup> M. Libertini, *Clausola generale e disposizioni particolari nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *Contr. e impr.*, 2009, p. 77.

<sup>30</sup> Sui quali cfr. S. Pagliantini, *I rimedi non risarcitori: esatto adempimento, riduzione del prezzo e risoluzione del contratto*, in *Juscivile*, 2022, 2.

<sup>31</sup> Questione su cui non è possibile fermarsi in questa sede e per la quale si rimanda a M. Maugeri, *Smart Contracts e disciplina dei contratti*, Bologna, 2021, pp. 53 ss.; R. Herian, *Smart contracts: a remedial analysis*, in *Information & Communications Technology Law*, 2021, 30, 1, pp. 17 ss.; K. Werbach, N. Cornell, *Contracts ex machina*, in *Duke L.J.*, 2017, pp. 314 ss. Cfr. altresì G. Remotti, *Blockchain smart contract. Un primo inquadramento*, in questa *Rivista*, 2020, 1, pp. 208 ss.

<sup>32</sup> J. Rohr, A. Whrite, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, *Hastings L. J.*, 2019, 70, pp. 463 ss. Che la presentazione

pre sufficientemente avveduti<sup>33</sup>. È in questa fase, dunque, che si coagulano le maggiori insidie per i consumatori.

Non a caso, molti Stati membri si sono già muniti di una disciplina *ad hoc* nel tentativo di governare il fenomeno<sup>34</sup>, sulla scorta dell'idea – a mio avviso del tutto controvertibile<sup>35</sup> – che sia impossibile vietar-

in chiave pubblicitaria del prodotto sia decisiva in questo tipo di scambi è in qualche modo confermato da Cass. pen., 25 settembre 2020, n. 26807, ove la qualificazione giuridica del bene scambiato diventa irrilevante ai fini della selezione della disciplina applicabile a fronte della rappresentazione che del prodotto medesimo è fornita dal professionista. Posta di fronte all'obiezione del ricorrente secondo la quale, poiché le valute virtuali non sono prodotti di investimento ma mezzi di pagamento, le stesse sono sottratte alla normativa in materia di strumenti finanziari, la Corte di cassazione non indugia sulla natura giuridica del bitcoin – comprensibilmente, vista la sede penale – limitandosi a valorizzare, in modo decisivo, la circostanza che la vendita di bitcoin veniva reclamizzata come una vera e propria proposta di investimento, tanto che sul sito ove veniva pubblicizzata si davano informazioni idonee a mettere i risparmiatori in grado di valutare se aderire o meno all'iniziativa, affermando che «chi ha scommesso in bitcoin in due anni ha guadagnato più del 97%»; facendone derivare la qualificazione in termini di attività soggetta agli adempimenti di cui agli artt. 91 e seguenti TUF, la cui omissione integra la sussistenza del reato di cui all'art. 166, comma 1, lett. c) TUF.

<sup>33</sup> Sulle insidie della pubblicità tramite *world wide web*, che consente l'utilizzo della rete per dare luogo sia a forme di promozione che di raccolta su base transfrontaliera, senza alcun vincolo territoriale né per quanto attiene alla figura dell'emittente né per quella del promotore, cfr. Consob, documento per la consultazione del 19 marzo 2019 dedicato a «offerte iniziali e gli scambi di cripto attività», su cui G. Gitti, M. Maugeri, C. Ferrari, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività*, in questa Rivista, 2019, pp. 95 ss.; A. Sciarrone Alibrandi, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, in *dirittobancario.it*, aprile, 2019. V. anche il comunicato stampa congiunto di Consob e Banca di Italia del 28 aprile 2021.

<sup>34</sup> V. per esempio Real Decreto-ley 5/2021, del 12 marzo 2021, cui ha fatto seguito la circolare CNMV n. 1 del 10 gennaio 2022, che prevede una preventiva comunicazione all'autorità di vigilanza – cui sono attribuiti ampi poteri, anche di rettifica – per le campagne di pubblicità «massiva» e detta, nell'allegato I, puntuali e dettagliate regole in materia di formato e contenuto del messaggio pubblicitario. V. altresì, in Francia, la cosiddetta loi Pacte (loi n. 2019-486 del 22 maggio 2019), il cui art. 87 modifica gli artt. L. 341-1, L. 341-3, L. 341-10, L. 341-16 e L. 341-17 del Code monétaire et financier e gli artt. L. 222-16-1 et L. 222-16-2 del Code de la consommation. Anche il Regno Unito ha messo in cantiere un quadro regolamentare volto a garantire la vigilanza sugli annunci in materia di criptoattività: cfr. FCA, *Strengthening our financial promotion rules for high risk investments, including cryptoassets*, Consultation Paper, gennaio 2022, <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp22-2.pdf>.

<sup>35</sup> Cfr. P. Ciocca, *Le iniziative regolamentari per il Fintech: a che punto siamo?* Intervento presso la Università degli Studi dell'Insubria del 4 maggio 2021, [chrome-extension://efaidnbmnnpkajpcgpcjlefindmkaj/https://www.consob.it/documents/1912911/1953802/Intervento\\_Ciocca\\_20210504.pdf/4d70eb6d-0772-a8ec-c25d-797500023bb2](chrome-extension://efaidnbmnnpkajpcgpcjlefindmkaj/https://www.consob.it/documents/1912911/1953802/Intervento_Ciocca_20210504.pdf/4d70eb6d-0772-a8ec-c25d-797500023bb2), p. 6, che auspica l'introduzione di divieti di pubblicità dei *crypto-asset* diversi dai valori mobiliari sul modello adottato in Francia, ove è vietata la pubblicità *online* a investitori al dettaglio di contratti finanziari considerati speculativi e rischiosi, sostenendo che «sarebbe un modo di rendere più attuale l'art. 47 della Costituzione». A norma dell'art. L. 533-12-7 del Code monétaire et financier, introdotto dall'art. 72 della n. 2016-1691 del 9 dicembre 2016, «les prestataires

lo in radice siccome parte integrante dei modelli di *business* generalmente adottati.

L'art. 6 del regolamento MiCA, con riferimento alle offerte al pubblico di cripto-attività diverse dai *token* collegati ad attività o dai token di moneta elettronica o all'ammissione di tali cripto-attività alla negoziazione su una piattaforma di negoziazione, dispone che le comunicazioni di *marketing* siano a) chiaramente identificabili come tali; b) contengano informazioni corrette, chiare, non fuorvianti e c) coerenti con quelle contenute nel *White Paper*; d) specifichino chiaramente che è stato pubblicato un *White Paper*, indicando l'indirizzo del sito *web* dell'emittente delle cripto-attività in questione<sup>36</sup>.

Se le prescrizioni *sub a)* e *b)* si attestano su un binario tutto sommato consueto, riconducibile in ultima istanza alla clausola generale di trasparenza, le prescrizioni *sub c)* e *d)* imprimono al momento pubblicitario una curvatura diversa. A delinearci è infatti un intervento conformativo della comunicazione commerciale la quale dovrà necessariamente menzionare l'esistenza del *White Paper* dando conto della sua accessibilità e vi si dovrà allineare (anche temporalmente: è inibita prima della pubblicazione del *White Paper* la diffusione di comunicazioni di *marketing*<sup>37</sup>), non potendo contenere messaggi divergenti rispetto a uno o più degli elementi informativi in esso contenuti. Atteso il necessario rinvio a contenuto e luogo di pubblicazione del *White Paper*, le regole in tema di *marketing* ambiscono pertanto ad affiancare all'intento squisitamente promozionale anche una comunicazione di taglio latamente informativo.

Non viene in evidenza, *va da sé*, una funzione informativa propriamente detta, dal momento che l'obiettivo non è certo quello di colmare lacune conoscitive; piuttosto, una comunicazione siffatta intende avvertire fin da

de services d'investissement ne peuvent adresser, directement ou indirectement, par voie électronique, des communications à caractère promotionnel à des clients susceptibles d'être non professionnels, notamment des clients potentiels, relatives à la fourniture de services d'investissement portant sur des contrats financiers qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, relevant de l'une des catégories de contrats définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers et présentant l'une des caractéristiques suivantes: 1° Le risque maximal n'est pas connu au moment de la souscription; 2° Le risque de perte est supérieur au montant de l'apport financier initial; 3° Le risque de perte rapporté aux avantages éventuels correspondants n'est pas raisonnablement compréhensible au regard de la nature particulière du contrat financier proposé. Le présent article ne s'applique pas aux informations publiées sur leur site internet par les prestataires de services d'investissement commercialisant les contrats financiers mentionnés au premier alinéa».

<sup>36</sup> Cfr. Considerando n. 14: «The information contained in the crypto-asset white paper and marketing communication, including advertising messages and marketing material, also through new channels such as social media platforms, should be fair, clear and not misleading».

<sup>37</sup> Senza che ciò osti alla conduzione di eventuali sondaggi di mercato.

subito il consumatore che sta entrando in contatto con un'attività regolata (della quale apprezzare opportunità e rischi in sede di *White Paper*) e dunque «seria», relativa a un prodotto per la comprensione del quale è necessario un approfondimento. Un secondo *caveat*, che allude stavolta al carattere squisitamente privato della comunicazione – sulla quale, si avverte, nessuna pubblica autorità ha esercitato un controllo preventivo di contenuto o forma – si lega all'obbligo di inserire nelle comunicazioni l'avvertenza «this crypto-asset marketing communication has not been reviewed or approved by any competent authority in any Member State of the European Union. The offeror of the crypto-assets is solely responsible for the content of this crypto-asset marketing communications» (lettera e).

Delineandosi nel complesso, dalla combinazione delle lett. c), d) ed e), una implicita sollecitazione all'autoresponsabilità della cui efficacia in termini di effettiva tutela dei consumatori si può ragionevolmente dubitare<sup>38</sup>.

Le comunicazioni di *marketing*, confezionate nel rispetto dei requisiti appena richiamati, devono essere solo notificate all'autorità competente, potendo essere sin da subito (non oltre la data di inizio dell'offerta al pubblico o dell'ammissione alla negoziazione su una piattaforma di negoziazione) pubblicate sul sito *web* dell'emittente, ove rimangono disponibili finché le cripto-attività sono detenute dal pubblico e sempre a patto che siano identiche alla versione notificata (art. 8) e comunque adeguatamente modificate in presenza di qualsiasi cambiamento o fatto nuovo che possa avere un'influenza significativa sulla decisione di acquisto di un potenziale acquirente o sulla decisione dei possessori di vendere o scambiare<sup>39</sup>. Lo schema è il medesimo per i *token* collegati ad attività (art. 24) e per i *token* di moneta elettronica (art. 46).

Non è dunque prevista una preventiva approvazione; tuttavia, l'autorità competente, nell'esercizio delle ampie prerogative assegnatele dall'artico-

<sup>38</sup> Assai più efficace si presentava la previsione – soppressa nell'ultima versione della proposta – dedicata ai *token* collegati ad attività rispetto ai quali non fosse riconosciuto alcun diritto di rimborso o credito, secondo la quale in questo caso le comunicazioni di *marketing* avrebbero dovuto contenere un *warning* chiaro e inequivocabile relativo al fatto che tutti i possessori dei *token* collegati ad attività non vantano alcun diritto sulle attività di riserva o che non possono esigere dall'emittente il rimborso di tali *token* in qualsiasi momento (l'art. 25, secondo comma). Rimane invece immutata la rassicurante formula dovuta con riguardo ai *token* di moneta elettronica, per i quali l'art. 48 prevede al comma 2 che le comunicazioni di *marketing* contengano una dichiarazione chiara e inequivocabile attestante che tutti i possessori di *token* di moneta elettronica hanno diritto al rimborso in qualsiasi momento e al valore nominale da parte dell'emittente.

<sup>39</sup> A norma dell'art. 11, comma 1a), emittenti, offerenti e coloro che chiedono l'ammissione a negoziazione di una cripto-attività hanno cura di notificare, motivandola, la modifica all'autorità competente del loro Stato membro d'origine – che può esercitare i poteri di cui all'articolo 82, paragrafo 1 - almeno sette giorni lavorativi prima della pubblicazione.

lo 82<sup>40</sup>, potrà sempre intervenire dopo la diffusione della comunicazione di *marketing*, anche sospendendo o vietando l'attività, rendendo eventualmente la decisione di dominio pubblico.

Il titolo V, dedicato ai fornitori di servizi, si limita a prevedere una necessaria autorizzazione che abilita all'operatività, rispetto alla quale però nessun peso è assegnato alle strategie di *marketing* o, più in generale, alle modalità di promozione e pubblicizzazione delle relative attività.

Dopo avere ribadito anche per i fornitori di servizi il dovere di agire in modo onesto, corretto e professionale secondo il migliore interesse dei loro clienti effettivi e potenziali, l'art. 59 prescrive al secondo comma che gli stessi forniscano ai loro clienti «informazioni corrette, chiare e non fuorvianti, in particolare nelle comunicazioni di *marketing*, che sono identificate come tali». Inoltre, i fornitori di servizi per le cripto-attività non inducono in errore un cliente, deliberatamente o per negligenza, in relazione ai vantaggi reali o percepiti di qualsiasi cripto-attività; avvertono i clienti dei rischi associati all'acquisto delle cripto-attività (comma 3); rendono pubbliche le loro politiche tariffarie, pubblicandole online in un punto ben visibile del loro sito web (comma 4). L'art. 53 – riecheggiando l'art. 23 lett. d) cod. cons. – dispone che «nessuna persona che non sia un fornitore di servizi per le cripto-attività può utilizzare un nome o una ragione sociale, emettere comunicazioni di *marketing* o utilizzare qualsiasi altro procedimento che induca a ritenere che è un fornitore di servizi per le cripto-attività autorizzato o che possa creare confusione al riguardo».

Risulta piuttosto ridotto lo spazio che MiCAR riserva al tema della pubblicità e delle comunicazioni di *marketing* – di cui peraltro manca una definizione – nonostante se ne segnali da più parti il ruolo chiave – complice l'effetto ancoraggio – nell'influencare le decisioni di investimento dei consumatori e la sicura attitudine, se ingannevoli o fuorvianti, a neutralizzare un'informazione precontrattuale corretta e completa<sup>41</sup>, specie in un mercato, quello delle criptoattività, particolarmente connotato dal profilo soggettivo dei suoi attori (quanto a riferimenti culturali, età, modalità di interazione sui *social*<sup>42</sup>).

<sup>40</sup> In particolare, «to require, offerors or persons seeking admission to trading of crypto-assets and issuers of asset-referenced tokens and e-money tokens, to amend their marketing communication, where they find the marketing communication does not comply with Articles 6, 25 or 48 of this Regulation» (così il comma 1 alla lett. la); «to suspend or prohibit marketing communications where there are reasonable grounds for believing that this Regulation has been infringed» (comma 1, lett. ra). Cfr. altresì art. 112, comma 1, lett. ga) e gb) in materia di competenze dell'Esma.

<sup>41</sup> ESMA, *Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*, 29 aprile 2022.

<sup>42</sup> *Ibidem*, punto 65. Per un *identikit* del consumatore potenziale vittime di truffe finanziarie cfr. AMF, *Etude «arnaques à l'investissement»*, del dicembre 2021, <https://www.amf->



La scelta, sul punto, è stata invece nel senso di lasciare il campo alle discipline orizzontali di protezione, con tutti i problemi di necessario adeguamento che ciò determina.

Non mi pare in ogni caso che possa intravedersi la sussistenza di un contrasto con la disciplina delle pratiche commerciali scorrette. Semmai una possibile sovrapposizione tra prerogative dell'autorità di vigilanza e quelle dell'autorità garante della concorrenza, competente in via «esclusiva» ex art. 27, comma 1bis, cod. cons., che entra in gioco con poteri e sanzioni in gran parte coincidenti con quelli che MiCAR prefigura all'art. 82. È vero che la natura del sindacato svolto dalle due *Authorities* è istituzionalmente diverso perché diversi gli interessi protetti dai nuclei normativi che ciascuna è chiamata ad amministrare<sup>43</sup> ma poiché non è sempre possibile – né utile – capire dove finiscono l'integrità del mercato e la stabilità finanziaria e comincia il diritto degli investitori profani a condotte leali e trasparenti, si delinea all'orizzonte una competenza concorrente tra le Autorità preposte che, in chiave funzionale alla tutela di tutti gli interessi protetti, avrà bisogno di solidi criteri di coordinamento.

#### 4. La rete di sicurezza della disciplina delle pratiche commerciali scorrette

La disciplina delle pratiche commerciali scorrette, per la ampia latitudine applicativa che la connota<sup>44</sup>, è chiamata ad assolvere quella funzione di rete di sicurezza che unanimemente le si assegna in quanto deputata non solo a presidiare il regime di trasparenza dettato da MiCAR ma anche a colmare il vuoto regolamentare che ancora segna molti versanti del mondo delle cripto-attività. Allo stato del negoziato in corso presso le istituzioni UE, il regolamento lascia per esempio fuori dal suo raggio d'azione qualsiasi tipo di cripto-attività che risulti «unique» e «non-fungible», i cosiddetti *non fungible tokens* o NFT<sup>45</sup>, la circolazione dei quali, ove coinvolga un profes-

france.org/sites/default/files/private/2021-12/rapport-arnaques-a-linvestissement-bva-pour-amf-decembre-2021\_0.pdf.; v. altresì FCA, *Young investors driven by competition and hype*, 20 ottobre, 2021.

<sup>43</sup> Cass. 18 settembre 2020, n. 19558.

<sup>44</sup> CGUE, sentenza del 14 gennaio 2010, *Plus Warenhandelsgesellschaft*, C304/08, punto 39.

<sup>45</sup> Cfr. Considerando 6b): «This Regulation should not apply to crypto-assets that are unique and not fungible with other crypto-assets, including digital art and collectibles, whose value is attributable to each crypto-asset's unique characteristics and the utility it gives to the token holder. Similarly, it also does not apply to crypto-assets representing services or physical assets that are unique and not fungible, such as product guarantees or real estate. While



sionista e un consumatore, rimane affidata al momento alle sole discipline orizzontali di protezione<sup>46</sup> (discipline che, per carenza dei presupposti soggettivi di applicazione, non potranno invece operare con riguardo agli scambi *peer-to-peer*<sup>47</sup>).

Il tema è un capitolo del più ampio dibattito relativo alla tenuta di una disciplina che, pensata per relazioni *offline*, è ora chiamata a fronteggiare le sfide della rivoluzione digitale<sup>48</sup>, con tutti i problemi di adattamento che (anche dopo l'aggiornamento «omnibus») ciò comporta, a partire per esempio dall'impatto che le tecniche di profilatura pongono rispetto alla categoria del consumatore medio. Nel caso delle cripto-attività, gli interrogativi di indole generale si specificano al cospetto di modalità di presentazione dell'offerta e strategie di aggancio dei clienti sofisticate e per certi versi inedite, rispetto alle quali – se le scarse disposizioni dettate da MiCAR non sembrano particolarmente incisive – la disciplina delle pratiche commerciali scorrette può talvolta mostrare la corda.

Così, per esempio, l'impiego anche martellante di *banner* pubblicitari o inserzioni e *pop-up* su siti internet e *social network* che sollecitino o semplicemente invitino ad acquistare o scambiare *token* è parte delle più diffuse strategie di *marketing* degli operatori del settore e rappresenta un argomento caldo all'attenzione delle autorità di vigilanza europee e nazionali per il sicuro impatto sulla tutela dei piccoli investitori<sup>49</sup>. Si tratta però di una con-

these crypto-assets might be traded in market places and be accumulated speculatively, they are not readily interchangeable and the relative value of one crypto-asset in relation to another, each being unique, cannot be ascertained by means of comparison to an existing market or equivalent asset. Such features limit the extent to which these crypto-assets can have a financial use, thus limiting risks to users and the system, and justifying the exemption».

<sup>46</sup> *Study on Blockchains. Legal, governance and interoperability aspects* (SMART 2018/0038), Final Report, p. 105: «Indeed, it has been stressed above that smart contracts and utility tokens do not operate in a lawless space. Rather, the full body of national and supranational secondary legislation applies to them. Examples examined in the previous analysis include, for instance, contract law and consumer protection law. Even though there appears to be agreement that utility tokens do not fall under EU securities regulation, other provisions of EU law, such as competition law including restrictions on unfair commercial practices. The latter would apply in particular where incorrect or misleading information about a token is being distributed».

<sup>47</sup> Banca d'Italia, Comunicazione del 2 giugno 2022.

<sup>48</sup> P. Cipollone, *Risposte (e proposte) della Banca d'Italia alle sfide dell'evoluzione tecnologica*, in *Riv. dir. bancario*, 2022, p. 596.

<sup>49</sup> Cfr. piano strategico Consob 2022-2024, direttrice 2, a proposito della revisione delle disposizioni MiFID II in materia di informativa e di strumenti e canali digitali, con particolare riferimento alle nuove forme di marketing e di pubblicità degli strumenti finanziari e dei servizi di investimento adottate dalle *trading platforms*. V. anche l'audizione di M.A. Scopelliti presso la Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, *Elementi informativi in merito alla vicenda Gamestop e all'impatto del trading on-line*, 25 maggio

dotta che non sembra riconducibile all'area delle pratiche aggressive di cui all'allegato I, punto 26, della direttiva 2005/29 (e art. 26, comma 1, lett. c) cod. cons.)<sup>50</sup> ma forse neanche alla più ampia nozione di indebito condizionamento, da circoscrivere comunque alla luce dei criteri enunciati dall'art. 25 cod. cons.<sup>51</sup>; mentre solo ove se ne accertasse l'attitudine decettiva – che non sempre questo tipo di pubblicità manifesta – potrebbe farsi ricadere nella sfera applicativa degli artt. 21 cod. cons.

Altro problema comune in questa materia è legato alla difficoltà, per i consumatori, di individuare la natura commerciale delle comunicazioni circolanti sul *web*, specie quando ci si imbatte, come spesso accade, in contenuti che appaiono *prima facie* indipendenti e provenienti da esperti del settore, all'interno di un allestimento grafico che ricalca o comunque evoca quello di una testata giornalistica, e che invece indirizzano più o meno sotterraneamente verso una certa piattaforma di *exchange*, il più delle volte mettendo in evidenza un riferimento linkabile. Il divieto di pubblicità redazionale<sup>52</sup>, come messo a punto dalla Corte di Giustizia<sup>53</sup>, rischia di non intercettare la concreta fisionomia della pratica descritta; d'altra parte, le regole in tema di pubblicità occulta<sup>54</sup> potrebbero rivelarsi di maggiore utilità solo ove opportunamente adattate al contesto e teleologicamente interpretate, per esempio assumendo la presenza di un riferimento linkabile come idonea in sé a integrare il divieto.

Una ulteriore declinazione della difficoltà di individuare la natura commerciale della comunicazione – che chiama in causa il più generale problema dell'affidabilità delle fonti informative nel mondo cripto – si rintraccia

2021, reperibile in [https://www.consob.it/documents/1912911/1953802/Audizione\\_Scopelliti\\_20210525.pdf/c9e6257f-1080-196b-6f69-3b223bd0b7fc](https://www.consob.it/documents/1912911/1953802/Audizione_Scopelliti_20210525.pdf/c9e6257f-1080-196b-6f69-3b223bd0b7fc).

<sup>50</sup> Riferito a «ripetute e sgradite sollecitazioni commerciali per telefono, via fax, per posta elettronica o mediante altro mezzo di comunicazione a distanza», su cui CGEU, sentenza del 25 novembre 2021, C-102/20.

<sup>51</sup> Sentenza del 12 giugno 2019, *Orange Polska*, C-628/17.

<sup>52</sup> Allegato I della direttiva 2005/29, dedicato alle «pratiche commerciali considerate in ogni caso sleali», punto 11. Più o meno analogamente il nostro art. 23 lett. m) cod. cons.

<sup>53</sup> Per rientrare nell'ambito di applicazione della direttiva 2005/29, i comportamenti considerati devono *provenire da un professionista*, rientrare nell'ambito della sua strategia commerciale ed essere rivolti *direttamente* alla promozione, alla vendita o alla fornitura dei suoi prodotti o servizi ai consumatori; un *collegamento certo*, nel senso di una contropartita, tra il vantaggio patrimoniale fornito dal professionista interessato e il contenuto redazionale: così CGUE, sentenza del 17 ottobre 2013, *RLvS*, C-391/12; CGUE, sentenza del 2 settembre 2021, *Peek & Cloppenburg*, C-371/20.

<sup>54</sup> Il divieto di pubblicità occulta di cui all'articolo 7, paragrafo 2, e all'allegato I, punto 22), della direttiva potrebbe essere invocato nei confronti sia delle piattaforme di media sociali che dei professionisti terzi che utilizzano le piattaforme di media sociali. Un obbligo di informazione analogo deriva dall'articolo 6, lettera a), della direttiva sul commercio elettronico e dagli articoli 9, 10 e 28 *ter* della direttiva sui servizi di media audiovisivi.

sovente nel *marketing* di influenza, che ha coinvolto, specie oltreoceano, *influencer* con sedicenti competenze specifiche (i cosiddetti *finfluencer*<sup>55</sup>) e volti noti del cinema e dello sport<sup>56</sup>. In Spagna ha per esempio avuto una certa eco sulla stampa la vicenda che ha visto protagonista il calciatore Iniesta, immortalato su *Twitter* intento a registrarsi presso una piattaforma di *trading* in cripto-attività, poi richiamato dalla CNMV con un comunicato stampa, diffuso sempre via *Twitter*, contenente un invito a informarsi a fondo prima di investire in cripto attività o di raccomandare ad altri di farlo<sup>57</sup>.

In casi del genere, il «consiglio» dà luogo a una ipotesi di *marketing* di influenza suscettibile d'incappare nel divieto di pubblicità occulta, rappresentandone però la manifestazione più elementare e perciò più semplice da colpire<sup>58</sup>. Il tema tuttavia può assumere nel mercato delle cripto-attività una fisionomia meno definita<sup>59</sup> allorché si tratti di individuare natura e collocazione dello scambio di opinioni sulle intenzioni di investimento o dei suggerimenti trasmessi tramite *social* e segnarne il confine rispetto alle «raccomandazioni in materia di investimenti» (anche prodotte da terzi) in senso proprio. Spesso questo confine potrà apparire sfumato, in bilico tra pratica scorretta e abuso di mercato, destinati, in questa materia più che altrove, a ricorrenti sovrapposizioni.

Sembra invece sfuggire al governo delle regole in materia di pratiche scorrette l'ipotesi in cui il consiglio di investimento, lungi dall'essere veicolato maliziosamente da un *influencer* su *input* di un professionista, provenga dal basso quale effetto di un movimento coordinato degli stessi investitori che interagiscono all'interno di forum tematici, di modo che, come nel caso *Gamestop*<sup>60</sup>, una rete di connessione virtuale crea un'onda reale sul mercato<sup>61</sup>.

<sup>55</sup> FINRA, *Social Media Influencers, Customer Acquisition, and Related Information Protection*, settembre 2021, <https://www.finra.org/rules-guidance/guidance/targeted-examination-letters/social-media-influencers-customer-acquisition-related-information-protection>.

<sup>56</sup> C. Riefa e L. Clausen, *Towards fairness in digital influencers' marketing practices*, in *EuCML Journal of European Consumer and Market Law*, 8, 2019, pp. 64 ss.

<sup>57</sup> [https://twitter.com/cnmv\\_medios/status/1463573103943077889](https://twitter.com/cnmv_medios/status/1463573103943077889).

<sup>58</sup> Solo parzialmente sovrapponibile al consiglio di investimento appare l'ipotesi prefigurata dal nuovo art. 23 *quater* della direttiva 2005/29 che fa divieto di inviare, o incaricare un'altra persona giuridica o fisica di inviare, recensioni di consumatori false o falsi apprezzamenti o di fornire false informazioni in merito a recensioni di consumatori o ad apprezzamenti sui media sociali, al fine di promuovere prodotti.

<sup>59</sup> *ESMA's Statement on Investment Recommendations on Social Media*, 28 ottobre 2021, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-154-2780\\_esmas\\_statement\\_on\\_investment\\_recommendations\\_on\\_social\\_media.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-154-2780_esmas_statement_on_investment_recommendations_on_social_media.pdf).

<sup>60</sup> Ricostruita nei suoi termini essenziali in <https://economyapertutti.bancaditalia.it/notizie/il-caso-gamestop-una-lezione-per-tutti-gli-investitori-fai-da-te/>.

<sup>61</sup> P. Ciocca, *Le iniziative regolamentari per il Fintech: a che punto siamo?*, cit., p. 6.

Tali inedite dinamiche si spiegano anche alla luce della considerazione che «the digitalisation has not only brought easily downloadable apps, but (potential) clients are also turning to social media for investment recommendations and information. On social media as well as on trading apps, investors can be influenced to invest without the objective and/or fundamental grounds on which an investment decision is normally based. Investors tend to be younger, take more risks, and generally more financially illiterate. For many of these investors, emotions, and feelings (the thrill of investing – challenge, competition, and novelty) and social factors are the key reasons behind their investment decisions»<sup>62</sup>.

Il mercato delle cripto-attività è molto rapido nel calibrare i modelli di *business* su figure di investitori dai comportamenti *social* e sensibili a nuove forme di *marketing*<sup>63</sup>. La manifestazione forse più emblematica è rappresentata dalla cosiddetta *gamification*, espressione con cui si fa riferimento al largo impiego di meccanismi e «ambienti» di gioco applicati allo scambio di *token*<sup>64</sup>: interfacce che ricordano i videogiochi, *emoji* e notifiche, punteggi e classifiche, utilizzo di avatar, esibizione dei grafici delle prestazioni, ricompense per ogni nuovo giocatore cooptato, formazione di squadre per indurre conflitti o cooperazione. Tutti espedienti che, incardinando lo scambio dentro dinamiche ludiche, possono limitarsi a conferire maggiore *appeal* all'attività ma anche, nei casi peggiori, tradursi in vere e proprie pratiche manipolatorie.

Il che è accaduto per esempio nella vicenda legata al lancio di «Squid», autentico catalogo di scorrettezze tipiche del mercato *crypto*. Il *token* Squid era stato presentato come un «*play to earn*», un gettone per giocare *online* e vincere altri gettoni. Per partecipare ai diversi *round* bisognava pagare: giocare il primo *round* costava 456 Squid. I *round* diventavano più costosi ad ogni livello. Il nome della moneta richiama il titolo di una celebre serie tv (senza che vi fosse nessun collegamento, in piena violazione del marchio) e in questo senso si presentava come un «memecoin» cioè un *token* il cui valore dipende dalla viralità dei meme o dell'evento culturale che rappresenta e dal grado di partecipazione delle *community* che ne spingono la diffusione. Il *White Paper* esibiva profili di piramidalità dell'operazione («più persone si uniranno, maggiore sarà il montepremi»); la vendita delle proprie posizioni era subordinata al superamento di una ulteriore fase, dall'esito incerto. Alla fine il gioco si è rivelato crudele: una manovra *rug pull* nella quale gli svilup-

<sup>62</sup> ESMA, *Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*, cit., punto 107.

<sup>63</sup> IOSCO, *Report on Retail Distribution and Digitalisation*, Final Report, ottobre 2022.

<sup>64</sup> Cfr. ESMA, *Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*, cit., punto 147.

patori hanno abbandonato improvvisamente il progetto appropriandosi del denaro raccolto, con contestuale quanto prevedibile oscuramento del sito e di tutti gli *account* dei *social media* associati<sup>65</sup>.

Al di là dell'amenità del racconto, episodi come quello adesso ricordato – che, al netto delle implicazioni non trascurabili in punto di volatilità dei prezzi e rischi sistemici, ha comunque determinato ingenti perdite per le vittime della truffa – interrogano sulla idoneità dello strumentario apprestato dalla direttiva 2005/29 a fronteggiare scenari tanto articolati e insidiosi. Il recente *restyling* della disciplina ad opera della direttiva omnibus risponde all'obiettivo di modernizzare le norme per la protezione dei consumatori adeguandole all'ambiente *online* ma, almeno sul versante dell'individuazione di nuove condotte, risulta nel complesso piuttosto timido; di sicuro, non va al cuore dei problemi che abbiamo brevemente messo in rassegna. Per i quali si profila allora, in presenza di elementi di significativa deviazione dal modello esemplificato, un sempre più intenso ricorso alla clausola generale di diligenza professionale, in funzione correttiva del dato testuale per applicazioni (estensive) non letterali delle norme particolari<sup>66</sup>.

## 5. La prospettiva del *public enforcement*

Solo un cenno, infine, al tema dei rimedi. Il rinvio in bianco che il regolamento MiCA opera alla disciplina delle pratiche commerciali scorrette non è limitato alle disposizioni sostanziali ma, va da sé, anche allo scenario rimediare incaricato di darvi corpo in punto di *enforcement* o, per meglio dire, allo scenario costituito dalle tecniche di tutela attivabili, giacché vuoi che la si intenda come limitata a risarcimento, riduzione del prezzo, risoluzione del contratto (secondo il disposto del nuovo comma 15 *bis* dell'art. 27 cod. cons. (in attuazione dell'art. 11 *bis* della direttiva 2005/29) vuoi che si ritenga invece continuino a darsi margini per discorrere di una sua estensione anche alla prospettiva caducatoria – e restitutoria – secondo i noti snodi del dibattito interno in materia<sup>67</sup>, la tutela attingibile da quanti assumano di essere stati vittime di una pratica scorretta legata, per quel che qui interessa, alla promo-

<sup>65</sup> Per una ricostruzione giornalistica della vicenda v. C. Stokel-Walker, *How a Squid Game Crypto Scam Got Away With Millions*, in *Wired*, 2 novembre 2021.

<sup>66</sup> M. Libertini, *Clausola generale e disposizioni particolari nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, cit., pp. 79 ss.

<sup>67</sup> Cfr. C. Granelli, *Pratiche commerciali scorrette: le tutele*, in *Enciclopedia del Diritto. I tematici, I, Contratto*, Milano, 2021, pp. 825 ss.; M. Maugeri, *Pratiche commerciali scorrette e annullabilità*, in *NGCC*, 2017, II, pp. 1516 ss. D'altra parte, è ancora il citato comma 15 *bis* dell'art. 27 cod. cons. a fare salvi «ulteriori rimedi a disposizione dei consumatori».

zione/commercializzazione di *token*, risulterà non solo quella individuale ma altresì quella di classe *ex art 840 bis c.p.c.*, peraltro neppure più ancorata alla dimensione consumeristica.

Inoltre, non appena si sarà completato l'*iter* di recepimento della direttiva (UE)/2020/1828 sulle azioni rappresentative a tutela dei consumatori, si darà spazio per una sorta di terza via delle tutele, più distante dalla lesione individuale e maggiormente a ridosso della lesione di interessi generali, oltre che appunto collettivi dei consumatori. Vero è infatti che è rimesso ai legislatori nazionali di regolare, in sede di recepimento di questa ultima direttiva, i rapporti tra la tecnica di tutela che essa veicola e le tutele aggregate già vigenti – nel nostro caso, appunto, quella *ex art 840 bis c.p.c.*; è però difficile ipotizzare che il legislatore nazionale decida di smantellare l'azione di classe da poco riformata e slargata per orizzonte applicativo, privilegiando la strada della difficile sintesi in un unico paradigma di strumenti – l'azione collettiva e quella rappresentativa – che poco hanno in comune se non la dimensione superindividuale degli interessi che le muovono.

Nella materia che ci occupa, è più che mai evidente che la predilezione di quanti avranno riportato pregiudizi da pratiche scorrette si appunterà verso la dimensione aggregata o comunque, appunto, superindividuale della tutela. Nel mercato delle criptoattività, i ben noti fattori di sproporzione informativa tra singolo attore e convenuto autore della lesione, di disincentivi legati alla sopportazione in forma individuale dei costi del giudizio e le difficoltà probatorie (particolarmente accentuate, come si è visto, in tema di *White Paper*) appaiono ad ogni evidenza non meno – e forse più – marcati che in altro genere di relazioni; da qui, appunto, la fatale polarizzazione verso la tutela collettiva o, meglio ancora, verso la tutela rappresentativa, nonostante l'*iter* di attuazione della direttiva (UE)2020/1828 sembri avviato alla minimizzazione dell'impatto dell'art. 15, in tema di vincolatività delle decisioni definitive, giurisdizionali o amministrative, di accertamento delle violazioni.

Lara Modica  
Università degli Studi di Palermo  
Dipartimento di Giurisprudenza  
Via Maqueda 172  
90133 Palermo  
lara.modica@unipa.it  
Orcid: 0000-0002-3638-016X