

Ottobre 2019

Virtual Financial Assets: un primo complesso approccio legislativo. Analisi della Regolamentazione Maltese.

Federico Callegaro, Cultore di Jus Commerciale presso l'Università di Verona

Premessa¹

Negli scorsi anni si è assistito allo sviluppo sistematico e rilevante delle Virtual Currency che, come peraltro difficilmente non prevedibile, preludeva all'ingresso dei Virtual Financial Asset che sta verificandosi, in primis, attraverso il ricorso a Token negoziabili presso varie piattaforme già in uso per gli asset non riconducibili a quelli “finanziari” (infra).

In ambito comunitario le Autorità, sia Bancaria che quella competente per i mercati Finanziari hanno rilasciato indicazioni / opinioni, in assenza di una Legislazione e relativa Regolamentazione sia comunitaria che Domestica – con l'unica eccezione di Malta che vi ha provveduto nel corso del 2018 -. È proprio attraverso quest'ultima che si intende offrire uno *stato dell'arte* UE, nell'ottica di risposta ad un mercato che si sta comunque sviluppando, volgendo uno sguardo anche alla cartolarizzazione dei crediti.

La Legislazione domestica ha avviato il processo in materia di piattaforme digitali ed, in particolare, vengono definite² le *Tecnologie basate su registri distribuiti* quali “*le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili*”, demandando all'Agenzia per l'Italia Digitale l'adozione di linee guida in materia.

¹ La presente disamina intende analizzare la disciplina maltese in un'ottica di applicabilità in ambito comunitario e posizionamento delle varie Previsioni, Legislative e Regolamentari, con uno sguardo all'impostazione che la Consob ha proposto con il suo recente Documento per la Discussione del 19 marzo 2019.

² Art. 8-ter del D.L. 14 dicembre 2018, n. 135, Disposizioni urgenti in materia di sostegno e semplificazione per le imprese e per la pubblica amministrazione.

Un'attenzione, non da ultimo, è volta sempre in ambito domestico al Documento di Discussione “*Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività*” rilasciato il 19 marzo 2019 dalla Consob con il tentativo di ricondurre il fenomeno in un alveo di applicazione della Regolamentazione, dalla stessa emanata ancora nel 2013, in materia di Crowdfunding³.

La Regolamentazione Maltese⁴

Il Framework legislativo – regolamentare come definitosi dal novembre 2018 ai primi del 2019 – è costituito dal Chapter 590 - Virtual Financial Assets Act⁵ “*an Act to regulate the field of Initial Virtual Financial Asset Offerings and Virtual Financial Assets and to make provision for matters ancillary or incidental thereto or connected therewith*” e dal Virtual Financial Assets Regulations⁶ (rilasciato del Ministro per la Regolamentazione dei Servizi Finanziari ai sensi dell’art. 38 del citato ACT), entrambi del novembre 2018, il Virtual Financial Assets Rulebook (Chapter 1 – Virtual financial assets rules for VFA agents, Chapter 2 - Virtual financial assets rules for issuers of VFAS, Chapter 3 Virtual financial assets rules for VFA service providers)⁷.

Definizioni

Atteso quanto sopra, proprio in ragione della novità e dall’attuale carenza di una normazione a livello comunitario che caratterizzano il fenomeno in parola, le definizioni che i vari Legislatori domestici utilizzano per i rispettivi interventi possono assumere rilievi e spiegare effetti non indifferenti in un contesto di armonizzazione europea anche con riferimento all’istituto del “passaporto UE”.

³ “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line”, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 - adottato ai sensi degli articoli 50^{quinquies} e 100^{ter} del T.U.F. - e da ultimo aggiornata con successiva delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018, di seguito il Documento di Discussione.

⁴ Nel presente contesto, per comprensibili ragioni di spazio così come trattandosi di un preliminare approccio ad un sistema che sta delineandosi, vengono riportati i principali aspetti della complessa regolamentazione maltese, al fine di favorire la comprensione del quadro che, in ambito comunitario, si sta via via formando relativamente ad un settore sorto e sviluppatosi al di fuori dei vari perimetri di regolamentazione / vigilanza quale risposta ad esigenze / aspettative / aspirazioni di utilizzatori ed operatori di un mercato dagli stessi autonomamente creato – anche da qui la indubbia necessità di assicurare, in particolar modo ai soggetti “più deboli” le necessarie previsioni e presidi a tutela dei loro fondamentali diritti -.

⁵ Di seguito anche FVA Act.

⁶ Di seguito anche VFA Regulations.

⁷ Di seguito MFSA Rulebook. Nonché dalle varie circolari rilasciate dalla Competente Autorità (MFSA - Malta Financial Services Authority) – tra le altre *Circular to persons involved in DLT asset activity and services, Publication of the virtual financial assets rules for VFA service providers, Circular to issuers of virtual financial assets, Circular a status update on the VFA framework* -.

Si segnala come l’Autorità Maltese, nel suo Sito Web alla pagina <https://www.mfsa.com.mt/fintech/>, abbia previsto uno spazio riservato agli *Virtual Financial Assets* che consente di accedere agli elementi costituenti il Quadro Normativo Regolamentare (Legislazione, Regolamenti, Guidance, Circolari, Consultazioni, Rules – ad oggi i tre Capitoli dell’Asset Rulebook ed il Glossario -), procedere con l’Application per VFA Agent, VFA Service Providers nonché registrare un Whitepaper.

Il Chapter 590 definisce assets ogni “*movable and immovable property of any kind*” ed il Regolamento, a sua volta, integra con la seguente specificazione “and excludes financial instruments”.

Una prima, e non indifferente, variazione rispetto alle ipotesi regolamentari ESMA / FCA / Consob (infra) appare nella preliminare distinzione in quattro tipologie di *DLT asset* i quali “*intrinsically dependent on, or utilises, Distributed Ledger Technology*”⁸:

- (a) *virtual token*. Con ciò si intende un mezzo di registrazione digitale la cui utilizzazione – valore – applicazione siano strettamente limitati alla fruizione / acquisizione di beni o servizi per il tramite di una piattaforma DLT, così come emessi a valere di essa o nell’ambito di un relativo limitato network. A tale proposito la norma dispone come, ai propri fini, siano escluse dalla definizione di *DLT platform* le *DLT Exchanges*⁹;
- (b) *virtual financial asset (FVA)*. Ogni forma di modalità di registrazione digitale che sia utilizzata quale digitale mezzo di scambio, unità di conto, riserva finanziaria e comunque non riconducibile a moneta elettronica, strumento finanziario o token virtuali – a loro volta nei termini come definiti dal VFA Act stesso -;
- (c) *electronic money*. All’espressione viene attribuito il medesimo significato previsto, tempo per tempo, dalla Terza Schedule del Financial Institution Act ““*electronic money*”¹⁰, attualmente nei seguenti termini “*means electronically, including magnetically, stored monetary value as represented by a claim on the issuer which is issued on receipt of funds for the purpose of making payment transactions as defined in paragraph 1 of the Second Schedule [dell’Act stesso] and which is*

⁸ L’art 2(2) del VFA Act la definisce come “*a database system in which information is recorded, consensually shared, and synchronised across a network of multiple nodes as further described in the First Schedule of the Innovative Technology Arrangements and Services Act, whether the same is certified under that Act or otherwise*”. La citata First Schedule prevede, tra l’altro, “*1. software and architectures which are used in designing and delivering DLT which ordinarily, but not necessarily: (a)uses a distributed, decentralized, shared and, or replicated ledger; (b)may be public or private or hybrids thereof; (c)is permissioned or permissionless or hybrids thereof; (d)is secure to a high level against retrospective tampering, such that the history of transactions cannot be replaced; (e)is protected with cryptography; and (f)is auditable*”.

⁹ Definita dal VFA Act - art. 2(2) - “*any trading and, or exchange platform or facility, whether in Malta or in another jurisdiction, on which any form of DLT asset may be transacted in accordance with the rules of the platform or facility*”.

¹⁰ Si richiama all’attenzione come la regolamentazione comunitaria – Direttiva 2009/110/EC in materia di Moneta Elettronica - offra la seguente definizione “*means ‘electronically, including magnetically, stored monetary value as represented by a claim on the issuer which is issued on receipt of funds for the purpose of making payment transactions as defined in point 5 of Article 4 of [PSD2], and which is accepted by a natural or legal person other than the electronic money issuer*” (vedasi anche *EBA Report with advice for the European Commission*, 9 gennaio 2019 nel quale, tra le altre, si invita a non confondere la moneta elettronica con le virtual currencies – nota 6 di pagina 5 -).

accepted by a natural or legal person other than the financial institutions that issued the electronic money”;

- (d) *financial instrument*. Viene espressamente indicato come, tale espressione, abbia il medesimo significato attribuitole dalla Seconda Schedule dell’Investment Services Act, indipendentemente dal fatto che sia emesso, o meno, a Malta. Con tale previsione appare intendersi ricondurre detta ipotesi a quella specificatamente prevista, tempo per tempo, dall’Ordinamento Maltese anche ove comunque emessa, si osservi, in altro Paese Comunitario¹¹.

A supporto degli Operatori l’Autorità ha rilasciato le Financial Instrument Test – Guidelines¹² (in uno con la messa a disposizione on line della veste Excel del Test, da compilarsi nei vari campi per la presentazione all’Autorità stessa), applicabili agli emittenti di DLT Asset ed ai soggetti che con riferimento a questi ultimi forniscono servizi o compiono attività sia nel relativo ambito che in quello dei tradizionali servizi finanziari; la loro finalità, in linea con quanto previsto dall’art. 47 del VFA ACT, è quella di consentire il poter determinare la riconducibilità, dello specifico DLT Asset, ad una delle tre Categorie indicate nell’ACT stesso (infra). Agli Utenti viene richiesto sia di procedere alla compilazione del previsto Form rispettando i principi di onestà, correttezza e professionalità, conformandosi alle relative previsioni della Guideline stesse che, in regione delle eventuali variazioni che potranno interessare le caratteristiche dell’Operazione, di procedere con la sua ricompilazione al ricorrere di queste ultime. In particolare, atteso come il Test costituisca l’elemento di riferimento dell’Autorità per assumere le opportune determinazioni in merito, viene fatto assoluto divieto di manomettere o modificarlo in alcun modo pena, ove ciò viceversa si verificasse, considerare l’Utente in violazione delle Guidelines conseguendone, quindi, la caducazione di ogni determinazione nel frattempo intervenuta – ferma, appare legittimo ritenere, ogni ulteriore iniziativa che l’Autorità riterrà promuovere nei confronti dell’Utente stesso in ragione di tale comportamento -.

Attenzione viene posta ai vari servizi “VFA Services”¹³ che possono essere svolti da parte di terzi diversi dall’Issuer riconducibili all’elenco previsto dalla Seconda Schedule del VFA Act – forniti con riferimento ad un DLT asset costituente un Virtual Financial Asset -, quali: Ricezione e Trasmissione Ordini, Esecuzione di Ordini per conto di Terzi,

¹¹ Se da un lato l’impatto infracomunitario dovrebbe risultare limitato, in ragione dell’adozione della Regolamentazione MiFID, ciò potrebbe comunque far insorgere criticità al ricorrere di talune legittime, anche non limitate, difformità; un esempio può ricondursi all’istituto del prodotto finanziario, presente nella normativa italiana ma non espressamente contemplato da quella Comunitaria.

¹² In data 24 luglio 2018 e recentemente aggiornato il 5 aprile 2019.

¹³ Parte IV del VFA Act, artt. 14 e ss.

negoziante in conto proprio, Gestione di Portafoglio, Custode o *Nominee Holder*¹⁴, Consulenza Finanziaria, Placing di VFA¹⁵, Scambio di VFA.

È previsto il rilascio di una licenza¹⁶, da parte della competente Autorità, quale condizione per il legittimo svolgimento della/e rispettiva/e attività, a fronte di un'istanza da presentarsi per il tramite di un *VFA Agent*¹⁷, la quale contenga / sia accompagnata da - oltre ogni ulteriore documento od informazione che la competente Autorità riterrà richiedere -: a) il domicilio in Malta per l'esercizio della rispettiva attività, anche ai fini di eventuali notifiche o comunicazioni ad essa relative, b) il programma con il quale si descrivano i sistemi, i protocolli di sicurezza per l'accesso, ed ogni altro aspetto / elemento / argomento che la competente Autorità richieda di illustrare / approfondire, (c) dai contributi / oneri di Vigilanza¹⁸ previsti che, in caso di mancato accoglimento dell'istanza non saranno rimborsati. La competente Autorità procederà alla relativa verifica nei termini e con le modalità, anche con riferimento all'estensione del perimetro e contenuti dei dati ed informazioni fornite e/o di altre che fosse a richiedere, ad

¹⁴ “acting as custodian or nominee holder of a virtual financial asset and, or private cryptographic key; or (b) holding a virtual financial asset and, or private cryptographic key as nominee, where the person acting as nominee is so doing on behalf of another person who is providing any VFA service under this Schedule or on behalf of a client of such person, and such nominee holding is carried out in relation to such service” (VFA Act, Seconda Schedule, par. 5).

¹⁵ Inteso quale “The marketing of newly-issued virtual financial assets or of virtual financial assets which are already in issue but not admitted to trading on a DLT exchange, to specified persons and which does not involve an offer to the public or to existing holders of the issuer’s virtual financial assets”. Si osservi come, da tale definizione, si rilevi, da un lato, la delimitazione di un’attività di placement in termini non “aperti” quali Offerta, ancorchè limitata ad esistenti portatori di titoli emessi dallo stesso issuer ovvero al pubblico indiscriminato, bensì più riconducibili all’istituto del private placement – solitamente più mirato secondo criteri soggettivi e/o oggettivi - e, dall’altro, la sua legittimazione operativa.

¹⁶ L’art. 4 del VFA Regulation dispone la non applicabilità dell’art. 13 “Licensing Requirements” dell’ACT per taluni soggetti, quali: Banca Centrale di Malta e gli altri membri del Sistema Europeo delle Banche Centrali (ESCB), le Autorità Competenti, i Liquidatori e Curatori (nominati con riferimento a procedure concorsuali) per le attività poste in essere a ragione di tale incarico, soggetti che offrano i servizi solamente a favore di *Parent Companies*, talune categorie di soggetti in possesso di licenza nei termini previsti dal Financial Services ACT, chi fornisce *investment advice* ai sensi del par. 6 della Second Schedule to the Act – nello svolgimento di altra attività non regolata da quest’ultimo atteso che non sia oggetto di specifica remunerazione -, società di cartolarizzazione.

¹⁷ Definito quale soggetto iscritto ad un registro presso la competente Autorità, nei termini previsti dal VFA Act stesso, ed autorizzato alla professione di Avvocato, Commercialista, Auditor – anche in forma di impresa -, Prestatore di Servizi Corporate, nonché altri soggetti controllati dagli stessi. Viene precisato come possano appartenere a giurisdizioni terze rispetto a quella Maltese, nonché i diversi soggetti che risultino in possesso dei requisiti di esperienza e competenza previsti dagli art. 7 / 14 del VFA Act – appare legittimo ritenere che, con riferimento ai soggetti ed imprese comunitarie, in ragione del principio di libero stabilimento, l’iscrizione nel Registro (ove comunque prevista anche per esse) non dovrebbe essere sottoposta ad ulteriori analisi e verifiche se non quelle del sussistere della specifica qualificazione e, nel prosieguo, del suo permanere -.

¹⁸ Previsti dalla Schedule del VFA Regulations. Il loro mancato versamento in fase di istanza, tra altre, costituisce motivo di rigetto.

integrazione, che riterrà opportune¹⁹. Si richiama all'attenzione come un'istanza possa essere ritirata solamente prima che la stessa si accolta ovvero rifiutata²⁰.

Nel corso del processo valutativo potrà essere richiesto al VFA Agent di fornire, con diligenza e massima buona fede, complete e precise informazioni, con la finalità di assistere la competente Autorità nel relativo procedimento valutativo. L'MFSA, nel regolamentare²¹ tale figura, prevede obblighi *ongoing* non solo prettamente interni, in materia di Governance / Insurance Requirement / Outsourcing / Conduct of Business / Onboarding of Client. In particolare, con riferimento a quest'ultimo aspetto, a dimostrazione della posizione che l'Agent assume, anche nei confronti dell'Autorità Competente, non limitata ad un'attività meramente consulenziale di predisposizione dell'istanza ivi inclusa la identificazione e collazione documentale, è previsto come:

- i) l'offerta di fornire ad un potenziale cliente il servizio di FVA Agent è subordinata alla verifica, *in so far as it can determine*²², atteso come sia richiesto di assicurare come si tratti di una *fit and proper person* (infra), il cui perimetro è definito dall'Autorità stessa: godere di adeguati standing e reputazione, possedere sufficienti risorse finanziarie, avere un consiglio di amministrazione il quale complessivamente sia in possesso, secondo un criterio *on going*, di sufficienti conoscenza / esperienza e capacità in materia di *information technology*, DLT ed Assetti DLT in ogni momento di prestazione del servizio;
- ii) qualora un VFA Agent ritenga che un Cliente, ovvero potenziale Cliente, non sia, ovvero non sia più, definibile una *fit and proper person* (infra), provvede ad

¹⁹ Tale precisazione, peraltro con contenuto in linea alle consuete procedure autorizzative previste in ambito comunitario per il rilascio di autorizzazioni allo svolgimento di attività bancario – finanziaria, costituisce conferma come tali procedimento non siano da intendersi puramente standardizzati bensì, non solo a fini di applicazione del principio di proporzionalità – nei termini applicabili a' sensi di legge – possano sovente differenziarsi in ragione di alcune peculiarità riconducibili al soggetto richiedente e/o alle modalità, nei termini previsti dalla rispettiva regolamentazione, di esercizio dell'attività oggetto di richiesta autorizzativa.

²⁰ Quanto al relativo procedimento viene precisato come, in particolare, verranno prese in considerazione: a) la protezione degli investitori e del "pubblico" in generale, b) la tutela della reputazione di Malta con particolare riferimento ai suoi impegni internazionali, c) la promozione dell'innovazione, della concorrenza ed ampia possibilità di scelta, d) la reputazione e l'idoneità del richiedente così come di ogni altro soggetto a questi collegato – ci si può riferire ai rapporti societari, di collaborazione soprattutto continuativi quali Joint Venture, Outsourcing, etc. -.

A dimostrazione dell'attenzione che il Legislatore Maltese pone ai "*Malta's international commitments*" si riporta di seguito la definizione che il VFA Act testualmente prevede "*means Malta's commitments, responsibilities and obligations arising out of membership of, or affiliation to, or relationship with, any international, global or regional organisations or grouping of countries or out of any treaty, convention or other international agreement, however called, whether bilateral or multilateral, to which Malta is a party*".

²¹ Virtual Financial Assets Rulebook - Chapter 1, sub-section 6 (cit.).

²² Espressione - *in so far as it can determine* - che appare interpretabile non in senso restrittivo quanto, piuttosto, svolgendo un'ampia e completa analisi in ragione della competenza e professionalità richieste ad un VFA Agent.

informare l'MFSA indicando, nel maggior dettaglio possibile, le relative ragioni a supporto;

- iii) parimenti, prima di avviare un rapporto di clientela, deve informare l'interessato relativamente al suo consenso circa l'obbligo che incombe al VFA Agent di portare a conoscenza, la MFSA stessa, delle conclusioni dell'assessment condotto ai sensi del punto "i)". A tale proposito è previsto, inoltre, che una copia dell'assessment sia trattenuto presso il domicilio maltese del VFA Agent da mettere a disposizione della MFSA a sua richiesta;
- iv) in caso di revoca ovvero di rinuncia all'incarico, il VFA Agent è tenuto ad informare tempestivamente per iscritto e senza ritardo l'MFSA, confermando che ciò non comporti implicazioni regolamentari o fornendo pertinenti dettagli inviandone, nel contempo, copia al Cliente interessato.

In materia di licenze, tra le altre viene espressamente previsto come una Licenziataria FVA: a) qualora ritenga probabile possa trovarsi nella condizione di non adempiere oltre alle proprie relative obbligazioni, debba immediatamente informare per iscritto la competente Autorità (par. 31), b) fermi gli obblighi informativi previsti dal VFA Act provveda, su base annua, a presentare alla competente Autorità, nei termini e contenuti da questa definiti, una certificazione di conformità a tutte le obbligazioni previste dal FVA Act – qui integrato da ogni altro Provvedimento legislativo e/o Regolamentare – per il periodo di riferimento (par. 32), c) non possa trasferire, in alcun modo, a terzi la licenza rilasciatale dalla competente Autorità, in assenza del preventivo consenso di quest'ultima disponendosi, espressamente, come ove ciò accadesse i relativi *assignment* e *transfer* saranno nulli ad ogni effetto di legge e costituendo, inoltre, tale comportamento un legittimo presupposto per la revoca delle licenza stessa.

L'art. 15(8) del VFA Act prevede espressamente come la previsione del requisito in capo ad una persona – in senso ampio - di competenza e correttezza nell'esecuzione di determinate attività e funzioni, debba essere interpretata quale requisito non già limitatamente alla specifica persona ma ad ogni *beneficial owner*²³, socio qualificato, componente l'Organo di Amministrazione / Gestione nonché a ciascun soggetto che effettivamente indirizzi l'attività di business del titolare della licenza, avuto riferimento alle rispettive attività o funzioni²⁴.

²³ Avente il significato previsto dalla Prevention of Money Laundering and Funding of Terrorism Regulations (PMLFTR), come anche aggiornata in sede di recepimento della Direttiva (EU) 2015/849 del 20 maggio 2015.

²⁴ Il riferimento che la disposizione normativa fa al "*licence holder*", pur se poi seguita dall'espressione "*to carry out such activities or functions*", atteso come potrebbe la licenziataria svolgere anche attività non espressamente rientranti nello specifico perimetro della licenza, in termini e condizioni comunque consentiti dalla regolamentazione di settore, parrebbe interpretabile nel senso di assicurare, anche attraverso l'estendibilità a queste ultime della prescrizione contenuta nel VFA Act, la volontà di evitare che eventuali relative carenze possano pregiudicare lo svolgimento di quella "regolamentata".

Viene inoltre previsto come, nell'ipotesi in cui un titolare di licenza intenda svolgere un'attività non ricompresa nell'elenco contenuto nella Seconda Schedule e sia incompatibile con quella principale, l'Autorità Competente potrà richiedere che la stessa venga svolta attraverso un'entità separata, qualora essa ritenga che diversamente verrebbe pregiudicato, tra le altre, il previsto monitoraggio della conformità alle previsioni normative e regolamentari da parte della licenziataria.

Initial Offering

Si richiama preliminarmente l'attenzione sulla scelta operata dal Legislatore Maltese nel predisporre una regolamentazione ad hoc per l'Offerta Iniziale di VFA²⁵ e non, viceversa, di applicare ai relativi strumenti / prodotti quella, tra le regolamentazioni già in essere, che apparirebbe la meglio adeguata. La definizione che l'ACT prevede “*a method of raising funds whereby an issuer is issuing virtual financial assets and is offering them in exchange for funds*”²⁶, differenziando il “nuovo istituto” da quello esistente in materia di offerta strumenti finanziari, lascia più ampio margine operativo, senza far venir meno le necessarie tutele del mercato e per gli investitori, al ricorso a forme operative riconducibili a quelle sviluppatesi nella comunità tecnologicamente avanzata, quale alternativa delle forme storico – finanziarie che, peraltro, presentano criticità e rischi spesso non ben identificabili e, soprattutto, non opportunamente mitigabili (infra).

I presidi di legittimità²⁷ per una Initial VFA Offering sono:

- a) nessun emittente può procedere ad un'offerta al pubblico di virtual financial asset, sia *in* che *da* Malta, così come chiederne l'ammissione alla negoziazione presso un DLT in assenza della predisposizione e formale rilascio di un *whitepaper* il quale sia conforme alle previsioni dell'art. 4 dell'ACT e sia registrato oggetto di registrazione come previsto:

²⁵ Part II, articoli da 3 a 12.

²⁶ A tale proposito si consideri come l'art. 2 del Companies Act Chapter 386, definisca la *offer of securities to the public* la “*communication to persons in any form and by any means, presenting sufficient information on the terms of the offer and the securities to be offered, so as to enable an investor to decide to purchase or subscribe to these securities*”, applicabile alle come previsto dall'art. 2 dell'Investment Services ACT (Prospectus of Collective Investment Schemes Regulations). Si consideri come la First Schedule, art. 2, n. 4 lett. C) dell'Act VFA, richiami espressamente l'offerta di strumenti finanziari come un alter rispetto alla VFA Initial Offering, che non appare in ogni caso con quest'ultima neppure concorrere atteso come la seconda “*will be made only by means of a prospectus or other offering documentation in terms of any applicable Maltese law*”.

²⁷ Termine che si utilizza, atteso come non si tratti solamente di prescrizioni “attive” ma anche di divieti a non porre in essere attività se non conformemente a quanto disposto dalla normativa applicabile responsabilizzando, in particolare, proprio i soggetti terzi rispetto all'emittente che già (ante) sono chiamati a svolgere compiti di tutela del “mercato” e degli investitori (diversamente, comunque, non appaiono definibili coloro che corrispondono denaro a fronte dell'acquisizione dei Token / etc. rappresentativi di quanto loro spettante a' sensi di Offerta).

- b) viene disposto che, qualora l'emittente ed il VFA Agent incaricato ai sensi dell'art. 7(1)(b) dell'ACT, sia ritenuto costituire uno strumento finanziario e una moneta elettronica, l'emittente dovrà provvedere a conformarsi alle rispettive previsioni normative e non a quelle del FVA ACT. Quanto precede comporta, necessariamente, l'esecuzione di un'analisi da parte dei due citati soggetti circa la riconducibilità, o meno, dell'asset ad una delle due figure "istituzionali alternative" che restano, in ogni caso, primarie – nella sostanza le Virtual Financial Asset vengono, quantomeno per il momento, a costituire una forma residuale degli asset scambiabili sui mercati ed offribili agli investitori -;
- c) è previsto il divieto alla pubblicazione o rilascio di un Withepaper prima che siano trascorsi dieci giorni, rispetto alla data di sua circolazione in qualsiasi modo eseguenda²⁸, da quella di sua trasmissione alla competente Autorità di una copia debitamente sottoscritta dai componenti dell'Organo Amministrativo ovvero da parte dell'Agent a ciò autorizzato;
- d) il VFA Agent incaricato ai sensi dell'articolo 7 dell'ACT, è chiamato a confermare alla Competente Autorità come il Withepaper sia conforme con l'art. 4 indicando, altresì, le assunzioni svolte e le eventuali proprie riserve precisandone i relativi aspetti ed elementi;
- e) l'Autorità procederà con la registrazione del Whitepaper solo ove ritenga adempiuti e soddisfatti i requisiti previsti dall'articolo 4(1) – data, trattazione degli elementi previsti dalla First Schedule dell'ACT²⁹, formale dichiarazione (*statement*) dell'Organo Amministrativo che attesti la conformità del Whitepaper ai requisiti previsti dagli articoli 3 e 4 dell'ACT -. Si evidenzia come l'art. 4(2) disponga la nullità di qualsiasi impegno, assunto dall'offeritario espressamente od implicitamente mediante l'accettazione dell'offerta, con il quale si rinunci alla conformità alle disposizioni normative in parola non solo del Whitepaper stesso ma anche a contratti, documenti quanto altro non specificatamente in esso richiamato. La ratio della previsione appare ricondursi alla necessità di estendere, nel più ampio possibile, la copertura di tutela che l'Ordinamento maltese intende attribuire agli investitori³⁰.

²⁸ Termine che qui si ricorre nell'esposizione a meglio sottolineare l'obbligo di provvedere anzitempo, nel termine previsto, all'obbligo informativo nei confronti dell'Autorità.

²⁹ *Matters to be specified in a whitepaper of an issuer and requirements for its approval and publication.*

³⁰ Non si trascuri come proprio la tipologia di Operazioni oggetto del Chapter 590/2018 presentano delle peculiarità che, per certi aspetti, sfuggono ancora ad una complessa e sistemica regolamentazione– come dimostrato dagli interventi in ambito comunitario, sia domestici che non, fin qui spiegati (infra) attraverso i quali, nel ribadire i contorni di ciò che non è comunque riconducibile agli Asset Virtuali e che, viceversa, resta attratto dalle varie normazioni presenti (Mercati Finanziari e Monetario), tendono a identificare e definire opportuni presidi che mitighino i rischi ed aleatorietà che le relative sostanza ed operatività comunque presentano -.

Advertisement

Anche in linea con gli indirizzi comunitari si osserva la rilevanza, anche in questa occasione, data al regime informativo che l'offeritario, incluso il potenziale tale, deve godere fin dai prodromi dell'attività di offerta.

Per *advertisement* si intende qualsiasi forma o mezzo di attività marketing activity diffusa presso il pubblico ricorrendo a qualsiasi tipologia di mezzo di comunicazione che promuova l'acquisto di un *virtual financial asset* o lo svolgimento di attività di VFA service; fermo come, in ogni caso, sia espressamente non rientrare in tale contesto l'erogazione di una raccomandazione personalizzata.

Qualsiasi tipologia di *advertisements* pertinente un'offerta iniziale di VFA così come l'ammissione di un VFA in una sede di negoziazione³¹ deve soddisfare i seguenti requisiti: (a) deve chiaramente essere identificabile quale advertisements [nei termini previsti nell'ACT] e le relative informazioni non devono essere errate / approssimative o fuorvianti / ingannevoli, risultando inoltre coerenti con quelle contenute nel Whitepaper, ove già oggetto di pubblicazione secondo quanto previsto dall'art. 9(2) ovvero che viene richiesto quest'ultimo contenga qualora la sua pubblicazione si prevista successivamente; b) deve contenere la dichiarazione circa l'avvenuta, ovvero prossima, sua pubblicazione in uno con i termini di sua messa a disposizione del pubblico; (c) ogni informazione fornita oralmente o per iscritto, pur assente la finalità / riconducibilità ad un advertisement, deve essere coerente con quanto contenuto nel whitepaper – le norma chiarisce come il termine "informazione" includa anche il nome di ogni soggetto che abbia approvato / convalidato il whitepaper stesso.

A corollario delle disposizioni dianzi richiamate, a titolo di *Civil liability for misstatements in whitepaper, advertisements and website*, viene prevista una responsabilità in capo all'emittente per i danni sofferti da un soggetto quale diretta conseguenza dell'aver acquistato Virtual Asset, sia in occasione di una Initial VFA così come operando su un DLT, in base alle informazioni contenute nel whitepaper, presenti sul rispettivo website od oggetto di un advertisement³². Gli stessi *statement*³³ (ante), sempre a tali fini, sono qualificati come falsi / non veritieri ove ingannevoli / non accurati / incongruenti, sia al ricorrere del dolo che della colpa grave, considerate la forma ed il contesto nel quale sono contenuti.

³¹ A tale proposito l'Act prevede espressamente come "*where a person under this sub-article is an issuer within the meaning of this Act, the reference to "VFA exchange" shall be read as a reference to "DLT exchange"*".

³² Nella sostanza in quanto venuto meno, così come per le ipotesi che seguono, il rispetto del principio della *consapevole scelta di investimento* che, in altro campo (MiFID) è identificato ed oggetto di articolazione normativa e che, per vari istituti, viene trasfusa nella regolamentazione in parola.

³³ Prevedendosi inoltre un advertisement si intende incluso in un whitepaper sia ove in esso riportato sia se contenuto in qualsiasi documento, od informazione, che ne faccia riferimento o sia in uno emesso.

La responsabilità viene invece esclusa ove il soggetto provi di ritenere, od avesse fondate ragioni per ritenere, che lo statement fosse veritiero ovvero come, una volta avuta conoscenza che ciò non fosse, si sia attivato immediatamente fornendo al pubblico una comunicazione / informativa, mediante pubblicazione sul proprio sito web, circa la sua non veridicità³⁴.

Il whitepaper contiene, inoltre, un *Summary* – nei termini previsti dalla First Schedule dell’ACT - con il quale, brevemente e ricorrendo ad un linguaggio non tecnico – ad evidente tutela dei potenziali investitori meno finanziariamente esperti –, vengono fornite informazioni chiave pertinenti³⁵ l’offerta. La stessa formalità di stesura deve facilitare la comparabilità, da parte dei relativi destinatari, di diversi Summary pertinenti altri VFA. In materia di responsabilità, per gli statement in esso contenuti, viene esclusa la responsabilità – salvo risultino *misleading, inaccurate or inconsistent* (supra) – ove raffrontati e letti in uno con quanto contenuto nel whitepaper e, parimenti, dicasi quanto alle *key information*.

Si differenzia dall’Advertisement il Financial Advice, regolamentato dal par. 6 della Seconda Schedule dell’ACT che, rientrando tra i VFA Services, viene definito il fornire, offrire od accordarsi per offrire ad una persona quale investitore o potenziale investitore, così come in qualità di agente di un investitore o potenziale investitore, una raccomandazione personale relativa ad una o più operazioni pertinenti uno o più VFA. La stessa disposizione³⁶ lo definisce, ai sensi e per gli effetti di detto paragrafo, come una raccomandazione rappresentata come adeguata alla persona cui è diretta ovvero che si fonda sulla considerazione delle sue caratteristiche, e che raccomandi una delle seguenti scelte³⁷: a) acquistare, vendere, sottoscrivere o scambiare uno specifico VFA, (b)

³⁴ Tenuto ai sensi dell’art. 5 e considerata condizione sufficiente per l’adempimento qui previsto, in base al richiamo a tale fine fatto all’art. 9(2).

³⁵ Tali definite, nella First Schedule dell’ACT, quali “*essential and appropriately structured information which is to be provided to investors with a view to enabling them to understand the nature and the risks of the proposed project, the issuer and the virtual financial assets that are being offered to them*”.

³⁶ Riprendendo sostanzialmente quanto previsto al medesimo paragrafo della First Schedule “*Investment Services and Activities*”, ad eccezione, come comprensibile, della lettera “c)” la quale riguarda la selezione di uno o più strumenti tra quelli previsti dalla Seconda Schedule dell’Insurance Business Act”.

³⁷ L’espressione del Legislatore Maltese “*and must constitute a recommendation to take one of the following steps*” lascia ben intendere come non si tratti, quindi, di una mera prospettazione delle ipotesi di scelta che l’investitore, o potenziale tale, è chiamato a valutare in termini completamente autonomi in assenza di alcuna indicazione da parte del fornitore del Servizio di Investimento. A ben vedere, infatti – anche considerando la corrispondenza con la norma domestica in materia di Mercati e Strumenti finanziari (supra) -, anche in questo caso di rileva l’orientamento del Legislatore Maltese di regolare, a chiara tutela degli investitori, la materia applicando gli istituti previsti per il mercato Finanziario anche in un ambito (infra) che formalmente pone l’oggetto dell’intervento legislativo al di fuori del suo contesto complessivo.

Lo stesso dicasi per l’esclusione del ricorrere di tale istituto in presenza di raccomandazione rilasciata mediante canali di distribuzione ovvero al pubblico – mancando, infatti, la personalità e carattere “sartoriale” dell’intervento del prestatore del servizio rispetto al destinatario del servizio stesso -.

esercitare, o meno, un qualsiasi diritto attribuitogli da uno specifico VFA di acquistare, vendere, sottoscrivere od ottenerne il rimborso.

Innovative Technology Arrangements and Services ACT

Uno sguardo merita la regolamentazione in materia di DLT introdotta nell'Ordinamento Maltese con il Chapter 592 *Innovative Technology Arrangements and Services ACT*³⁸, tenuto conto degli orientamenti ed indicazioni fin qui rilasciate dalle Autorità Comunitarie nonché, per quanto concerne il nostro ambito domestico, dalla Consob (infra).

La First Schedule definisce gli Innovative Technology Arrangements³⁹ distinguendoli in tre macro-categorie:

- *Software and architectures*: nell'ideazione ed attuazione di DLT che, generalmente ma non necessariamente: (a) utilizzi un Ledger distribuito, decentralizzato, condiviso e/o replicato⁴⁰, (b) sia pubblico o privato, ovvero abbia forma ibrida, (c) sia autorizzato o non autorizzato, (d) sia assicurato un elevato livello di protezione contro eventuali manomissioni, quali l'impossibilità di sostituire l'archivio storico delle transazioni (cronologia), (e) sia protetto da sistemi di crittografia, (f) sia assogettabile a verifica;
- *Smart contracts*⁴¹ e relative Applicazioni, incluse le organizzazioni decentrate autonome, così come altri analoghi *arrangements*.

³⁸ Del 1° novembre 2018, emesso nell'ambito della predisposizione del Framework in materia di Virtual Financial Asset (infra) – avuto riferimento, principalmente, alle sue First e Second Schedule -.

³⁹ Si riporta anche la definizione contenuta all'art. 2 del Chapter 591 - Malta Digital Innovation Authority ACT: "*innovative technology arrangements*" means the intrinsic elements including software, codes, computer protocols and other architectures which are used in the context of DLT, smart contracts and related applications as well as other arrangements as may be further defined in the *Innovative Technology Arrangements and Services Act*".

⁴⁰ Si riportano di seguito alcuni elementi di definizione contenuti in un documento del World Bank Group: "*A shared ledger can be a single ledger with layered permissions or a distributed ledger, which consists of multiple ledgers maintained by a distributed network of nodes.... DLs are categorized as permissioned or permissionless, depending on whether network participants (nodes) need permission from any entity to make changes to the ledger. Distributed ledgers are categorized as public or private depending on whether the ledgers can be accessed by anyone or only by the participating nodes in the network*" (*Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain*, FinTech Note| No. 1, Glossary, pag. IV, 2017).

⁴¹ Come definiti all'art. 2.2 del VFA ACT quali "*a form of technology arrangement consisting of - (a) a computer protocol; or (b) an agreement concluded wholly or partly in an electronic form, which is automatable and enforceable by computer code, although some parts may require human input and control and which may be also enforceable by ordinary legal methods or by a mixture of both*".

Altra utile definizione, riportata in un Documento della SEC (Release No. 81207 / July 25, 2017, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, pag. 2), è la seguente "*a computerized transaction protocol that executes terms of a contract. The general objectives of smart contract design are to satisfy common contractual conditions (such as payment terms, liens, confidentiality, and even enforcement), minimize exceptions both malicious and accidental, and minimize*

- altri *innovative technology arrangement*, come successivamente definiti dal competente Ministro responsabile per l'Economia Digitale, su proposta dell'Autorità Maltese per l'Innovazione Digitale.

La Second Schedule, a sua volta, identifica i Servizi di Tecnologia Innovativa nella revisione / controllo, svolta da *system auditor*⁴² ed in quelli tecnico amministrativi.

Registrazione degli Innovative Technology Arrangements

È prevista la Certificazione degli *Innovative technology arrangements* per una o più specifiche finalità avuto riferimento a: (a) qualities, (b) features, (c) attributes, (d) behaviours, (e) aspects, come definite dalla competente Autorità⁴³ e meglio specificate

the need for trusted intermediaries. Related economic goals include lowering fraud loss, arbitrations and enforcement costs, and other transaction costs" (Nick Szabo, Smart Contracts, 1994, <http://www.virtualschool.edu/mon/Economics/SmartContracts.html>).

⁴² A tale proposito nelle FAQs – disponibili sul sito dell'Autorità Maltese nella parte dedicata al Fintech -, viene escluso che tali soggetti possano assumere anche altri incarichi nel medesimo ambito, in quanto in materia di VFA Agent "Whereas the Act does not prohibit a Systems Auditor from applying for registration as a VFA Agent, it is noted that such dual appointment should not prevent the said person from exercising independent professional judgement The MFSA shall be reviewing such applications on a case-by-case basis", così come nell'ipotesi di nomina di una persona da parte dell'Issuer o di un richiedente la licenza di VFA Agent quale rispettivo VFA Agent e System Auditor, in quanto "Article 7(1)(g) states that a VFA Agent shall "not be an employee or otherwise engaged with the issuer in a manner which prohibits him from exercising independent professional judgement and for the avoidance of doubt, persons connected to the VFA Agent shall not be considered as prohibited from exercising independent professional judgement only because other persons in the same organization or activity, including their partners or employees, have been simultaneously engaged to provide legal advice or financial or consultancy or accounting or administrative support services to an issuer". Article 14 renders Article 7 mutatis mutandis applicable to VFA Agents appointed in terms of article 14. Therefore, the Authority would have no objection to the appointment of the same person as both Systems Auditor and VFA Agent; provided that the Issuer or applicant can demonstrate that such appointments do not impinge on the person's independent professional judgement".

⁴³ Il 38 ottobre 2018 la Malta Digital Innovation Authority (MDIA) ha rilasciato le previste Innovative Technology Arrangement Guidelines definendo, tra le altre, il procedimento previsto per la Certificazione, i General Requirements, gli Specific Requirements chiarendo – anche indicando le *Typical questions to be answered* -, per ciascuno dei sopra citati elementi integrati nel contempo da altri,:

- *Purposes*: The reasons for which the ITA is being, or was, created.
What social or business needs is the ITA trying address (if any)? What benefits are expected to be derived from the ITA?
- *Qualities*: The specific characteristics that the ITA offers to its users.
What are the specific characteristics that will allow the ITA to achieve its Purposes?
- *Aspects*: The specific elements or boundaries of the ITA that are subject to the certification.
What are the defined boundaries of the ITA (including activities occurring 'On-Chain' or 'Off-Chain') that are subject to the ITA certification? How is the ITA designed from a technical perspective (making reference to the Technology Stack – refer to the 'ITA Blueprint Guidelines')?
- *Features*: The distinctive functional capabilities of the ITA
What are the expected data sources to be used as inputs? What specific computations, if any, are expected to be carried out 'On-Chain'? How will the ITA operate in achieving the specific purposes? Is the ITA linked to other external systems? If so, how is the ITA interfacing with such systems? How

nella rispettiva Certificazione – il cui rilascio resta vincolato agli elementi e specifiche da essa contemplati ma, a sua volta, non ne impedisce l’emissione di una ulteriore con riferimento ad altri ove ne ricorrano le condizioni -. La descrizione degli specifici requisiti deve mostrare, in termini soddisfacenti per l’Autorità come l’ITA sia adeguato ed idoneo ai fini come dichiarati nella richiesta di registrazione, possedendo le previste qualities, attributes, features, behaviours or aspects (infra) come anch’esse ivi indicate. Nell’ipotesi di soggetti che amministrano / controllino l’ITA, con riferimento ai primi, deve trattarsi di soggetti adeguati e competenti per eseguire correttamente quanto di loro competenza mentre, in materia di partecipazioni sia per quelle superiore al 25% che per i *controllanti*, così come i titolari di diritti “speciali” di voto od altri diritti che attribuiscono loro il controllo del soggetto, è richiesto anche in questo caso si tratti di “*fit and proper person*”⁴⁴.

Con riferimento al software relativo allo specifico ITA, o sua parte come identificata dalla regolamentazione dell’Autorità, deve essere stato oggetto di revisione da parte di auditor(s) di sistemi autorizzato⁴⁵, che sia indipendente rispetto ai soggetti coinvolti nel relativo ITA (controllanti, partecipanti rilevanti, amministratori, soggetti che operano / svolgano funzioni nell’ambito dell’ITA), il quale, ovvero ciascuno di essi ove plurimi, abbia rilasciato all’Autorità stessa assicurazioni positive quanto all’audit eseguito confermando, in particolare, come l’ITA rispetti, secondo un criterio di ragionevolezza, gli standard in materia di: (i) *specific purposes, qualities, features, attributes, behaviours, aspects*. (ii) le autorizzazioni o poteri concesse da altre Autorità, il technical administrator o l’ITA stesso esistano come dichiarato ed operino come previsto, (iii) conformità ad ogni

will the ITA provide functionality to allow the Technical Administrator to exercise the duty to intervene as required in Article 8 of the ITAS Act? What specific functionality will allow the ITA to meet the obligations of applicable and mandatory law?

- *Attributes*: The inherent capabilities of the ITA.
What Codebase is being used (open-source, closed-source)? What element of non-alterability is in place (if at all)? And if so, what is the agreed process for altering the protocol? What conflict resolutions mechanisms are in place? How are transactions processed? How can the network be accessed? How is data shared within the ITA?
- *Behaviours*: The manner how the ITA responds to unexpected processes and inputs.
Does the ITA have monitoring and enforcement capabilities to detect and stop fictitious transactions from being recorded? How will the ITA react to unexpected circumstances? How will the ITA report critical issues to users? Does the ITA have functionality to identify trends and predict issues beforehand?
- *Limitations*: The technical and/or operational restrictions of the ITA.
Does the ITA have any inherent limitations (such as scaling limitations, low throughput, transactions confirmation speed, etc.)? What are the reasons, if any, that the ITA is not in position to provide functionality to the Technical Administrator to intervene as required in Article 8 of the ITAS Act?

⁴⁴ Si osservi come tale formulazione, oltre a ripetersi in varie previsioni qui considerate, riprenda quella contenuta in varia legislazione e Regolamentazione Europea in materia Bancaria e Finanziaria.

⁴⁵ L’art. 2 dell’Innovative Technology Arrangements And Services definisce Systems Auditor “*a person who, upon a written engagement accepts to review and, or audit innovative technology arrangements and smart contracts or parts thereof who may not necessarily be an accountant or auditor with a practicing certificate under the Accountancy Profession Act*”.

normativa e regolamentazione ai sensi dell'Act stesso applicabile allo specifico ITA, nonché a tutte le condizioni previste dall'Autorità per lo specifico caso – ad esempio una revisione di alto livello, rispetto a quella standard -.

La Certificazione deve essere resa disponibile, da parte del titolare, con modalità comunicate all'Autorità ed in termini e forme facilmente accessibili e comprensibili da parte di tutti gli utilizzatori dell'ITA stesso e viene inserita, a cura dell'Autorità, nel Registro delle ITA Riconosciute all'interno della specifica categoria di riferimento.

Registrazione dei Service Provider

Anche con riferimento ai soggetti che prestano servizi nell'ambito dell'ITA, viene prevista la registrazione a cura dell'Autorità dietro richiesta, una volta riscontrato il ricorrere dei presupposti e condizioni prescritte dalla normativa e dalle pertinenti Guideline⁴⁶. Anche in questo caso l'autorizzazione rilasciata ad un soggetto spiega efficacia per lo specifico ambito descritto nella Certificazione ma, di converso, non impedisce un successivo rilascio per diverso ambito.

Una volta avvenuta la Registrazione il destinatario riceve il relativo Certificato contenente, tra le altre, un numero identificativo e l'indicazione della classe, ovvero lista delle classi, di servizi con riferimento alla quale è stato registrato ed è legittimato ad operare⁴⁷.

Anche in questo caso sono previste condizioni e presupposti per la registrazione in materia di: a) strutturazione del soggetto – svolgimento dell'attività personalmente, mediante delegato soggetto all'approvazione dall'Autorità⁴⁸ o sistemi tecnologici -, b) partecipanti al capitale sociale e Governance societaria – analoghe a quanto dianzi già visto -, c) professionalità delle persone che svolgono le specifiche attività, d) sufficienti risorse tecniche a disposizione secondo previsto nelle Guideline, tempo per tempo rilasciate dall'Autorità, ovvero prescrizioni dalla stessa disposte per il caso specifico, iscrizione al relativo Registro, I Provider registrati vengono considerati, con riferimento alle informazioni loro trasmesse da ciascun cliente, quali fiduciari restando vincolati alle previsioni contenute nel Professional Secrecy Act operando dovendo in sua conformità.

L'ITA ACT detta anche previsioni applicabili, indistintamente, a tutti i titolari di un Certificato per Innovative Technology Arrangement ovvero un Certificato di

⁴⁶ Anche in questo caso, ferma la facoltà dell'Autorità di identificare e rendere noti altri standard di servizio, anche internazionali, cui farà riferimento in sede di valutazione di una richiesta di registrazione. Tale adempimento, oltre che manifestare i termini e presupposti a fondamento del processo decisionale, pongono gli Utenti nelle condizioni di, fin dalla fase progettuale, adeguarsi compiutamente favorendocosi, uno snello iter procedurale.

⁴⁷ Anche in questo caso è disposta la pubblicizzazione della Certificazione in linea con quanto previsto per gli ITA.

⁴⁸ In queste ultime due ipotesi i rispettivi nominativi vengono indicati sia nella Registrazione che nella relativa Certificazione.

Registrazione quale ITA Provider, così come ogni tipologia di Riconoscimento⁴⁹ in ogni prevista forma rilasciato da parte dell'Autorità. In particolare hanno l'obbligo di informare l'Autorità di ogni variazione rilevante "*material changes*" che interessi i dati e le informazioni, precedentemente fornite all'Autorità stessa nel corso del procedimento autorizzativo, entro 30 giorni dal loro ricorrere. Vengono definite *material changes*: i) ogni variazione del software preventivamente oggetto di "assicurazioni" rilasciata da parte del systems auditor (supra), ii) ogni sviluppo / evoluzione che alteri i diritti degli utilizzatori così come i diritti, l'autorizzazione ed i poteri del *technical administrator* o dell'Authority, iii) ogni variazione che interessi il *technical administrator*. Viene chiarito, inoltre, come sia inclusa tra le *material changes* anche ogni variazione nell'amministrazione di un soggetto giuridico, avente rilevanza nell'ambito del titolare della certificazione / autorizzazione ovvero di un shareholder qualificato così come di un soggetto con riferimento al quale il Certificato di Registrazione è stato rilasciato, nonché ogni altro elemento / aspetto / circostanza attribuendo, infine, all'Autorità l'identificazione, in occasione dell'emissione di Guideline in materia, di altre ipotesi da includere nel novero dei *material changes*. La comunicazione all'Autorità deve essere altresì accompagnata da una dichiarazione del *registered systems auditor* e del *technical administrator* circa la non incidenza delle *material changes* su quanto dagli stessi dichiarato / rilasciato / assicurato in precedenza.

Fermo quanto sopra, all'Autorità deve essere fornita ogni informazione utile per l'eventuale aggiornamento del Certificato di Registrazione, attraverso l'instaurazione del previsto procedimento.

Atteso come Malta appaia porsi quale Ordinamento captive per l'avvio e sviluppo di attività riconducibili alle Virtual Crypto Asset e ritenendo, non solo opportuno, assicurare adeguati presidi a tutela di tutti i rispettivi attori, in primis gli utenti⁵⁰, è prevista per le ipotesi di soggetti non residenti [*ordinarily*]⁵¹ a Malta la nomina, prima della Registrazione, di un *Resident Agent* il quale sia residente abituale a Malta, non sia interdetto o incapace né condannato per frodi fiscali od antiriciclaggio ovvero essere

⁴⁹ Definito [*Recognition*] dall'art. 2 del Malta Digital Innovation Authority ACT quale "*the formal recognition by the Authority which is sought with reference to an innovative technology services provider or an innovative technology arrangement and which the Authority is entitled to grant through or by the provision, issuance, validation, confirmation, certification or otherwise in writing to an applicant and includes any licence, permission, authorisation, approval, confirmation, certification by or registration with the Authority in terms of any special law which the Authority is entitled to administer or enforce and the terms "authorisation" or "authorisation holder" in the provisions of this Act shall be construed as a reference to the relevant form of recognition, or the holder thereof, as the case may be*".

⁵⁰ In assenza di una Normativa Comunitaria in materia e, non da ultimo, gli effetti che ciò comporta sull'applicabilità dell'istituto del Passaporto Comunitario.

⁵¹ Con riferimento alle ipotesi di soggetti costituiti in forma riconducibile alla "legal organisation", l'abitudine non ricorre qualora non risulti abitualmente risiedere in Malta nessuno tra: a) i membri del rispettivo Organo di Amministrazione od il Segretario e b) i suoi Senior Officer, indicati dalla disposizione nei chief executive officer, chief operations officer o chief technology officer.

venuto in possesso cosciente della loro provenienza da furto o frode, nonché risulti in grado di svolgere e specifiche funzioni previste dall'ACT in merito.

I compiti dell'Agent, da svolgere in nome e per conto del Titolare dell'Autorizzazione vengono ricondotti a: a) fungere da canale di comunicazioni con l'Autorità nonché ogni altro competente Dipartimento od Autorità Maltese, b) sottoscrivere e presentare, ai soggetti dianzi citati, ogni dichiarazione e modulo richiesti dalla Legge Maltese, c) rappresentare in giudizio nelle pertinenti cause avanti le Corti Maltesi. Viene precisato, infine, come ogni notifica / comunicazione inviata all'indirizzo dell'Agent da parte dell'Autorità così come ogni altra diversa Autorità all'ultimo suo indirizzo ufficiale [registered address] si intenderà pervenuta al Titolare dell'Autorizzazione ad ogni effetto di legge.

Le Autorità Comunitarie

L'EBA (European banking Authority)⁵²

Anche in questo caso si rileva la distinzione, principale, nelle tre tipologie di Cripto-assets costituite da i) *payment/exchange-type tokens* (definite virtual currencies (VCs)), ii) *investment-type tokens*, e iii) *tokens* che legittimano di utilizzare / acquisire a beni come pure accedere a servizi (definiti 'utility' tokens)⁵³.

⁵² I Documenti dell'Autorità cui qui si fa riferimento sono, in primis, il *Report with advice for the European Commission on crypto-assets* (del 9 gennaio 2019) – di seguito anche *Report* - e la precedente *Opinion on virtual currencies* (del 4 luglio 2014, EBA/Op/2014/08) – di seguito anche *Opinion* -.

Si richiama all'attenzione, inoltre, per quanto di pertinenza il *Joint Warn ESMA, EBA and EIOPA warn consumers on the risks of Virtual Currencies* rilasciato il 12 febbraio 2018.

⁵³ Si osservi come l'Autorità, nel riportare le definizioni – *so-called* – delle tre tipologie, utilizza sempre il termine token.

Nel suo Consultation Paper "*Guidance on Cryptoassets*" del gennaio 2019, la FCA Britannica distingue, anche, le varie tipologie in ragione del differente utilizzo che viene fatto dei Token, indicando: **As a means of exchange** usually functioning as a decentralised tool to enable the buying and selling of goods and services, or to facilitate regulated payment services, **For investment** with firms and consumers gaining direct exposure by holding and trading cryptoassets, **To support capital raising and/or the creation of decentralised networks** through ICOs or other distribution mechanisms.

Premettendo come "*where a person is engaged in activity by way of business in UK, that relates to a security token, or to a token that constitutes e-money, or is involved in payment services, they should consider whether those activities require authorisation*", l'Autorità Britannica offre, ai vari soggetti potenzialmente interessati uno schema operativo - valutativo "**Indicative list of market participants and permission**" (Table 1, par.3.72) distinguendo nelle varie categorie di **Market Participants** identificati negli *Issuers of token, Advisers and other intermediaries, Exchanges and trading platforms, Wallet providers and custodians, Payments providers*, avuto riferimento sia alle rispettive Potential Activities sia all'*Indicative list of permissions*.

Resta aperto, in ogni caso, l'aspetto interpretativo uniforme delle rispettive normative (Comunitaria e Britannica) atteso come il rischio di applicazioni differenti, anche per aspetti non minimali o non sostanziali, non appaia né secondario né escludibile che, in ambito comunitario rispetto ai vari Stati Membri venga ad essere interessata la Suprema Corte di Giustizia Europea la quale, come ben comprensibile, non

Anche per quanto concerne la competenza dell'EBA, l'Autorità rileva come la materia appare non rientrare nell'ambito della regolamentazione comunitaria sui servizi finanziari, ad eccezione di taluni limitati casi in cui le crypto-assets possono essere qualificate moneta elettronica, così come le attività e servizi offerte dai *custodian wallet* dalle *trading platform* non sono riconducibili a quelle regolate dalle Norme in materia di Servizi Finanziari. Aspetto non secondario, che qui come in altri documenti dell'Autorità, viene sottolineato il ricorrere di divergenti approcci regolamentari nei vari ordinamenti domestici⁵⁴.

Viene offerta una descrizione delle tre tipologie rilevate:

Payment/exchange/currency tokens: definite quali *VCs* o *Crypto-currencies*, non attribuiscono ai loro titolari diritti (diversamente che per gli *investment* o *utility token*), venendo utilizzati quali modalità di regolamento del prezzo – con riferimento a beni offerti da soggetti diversi dall'emittente il token - od a fini di investimento così come forme di deposito di valuta – il Report richiama Bitcoin e Litecoin evidenziando come la “Stablecoin” costituisca una recente tipologia di *payment / exchange token* che può assumere tipologie diverse: a) *asset-backed* mediante collaterale fisico ovvero *crypto-asset*, b) *stablecoin* algoritmico ove l'algoritmo viene utilizzato quale modalità di stabilizzatore della volatilità del valore del token stesso⁵⁵.

Investment tokens: attribuiscono diritti – tipicamente, indica l'Autorità, nella forma di proprietà ovvero legittimità a ricevere somme riconducibili a dividendi -. L'esempio riportato è quello della raccolta di capitale nell'ambito di un'ICO – in questo caso la raccolta di fondi destinati ad uno specifico progetto avviene anche attraverso l'emissione di token digitali dietro versamento di denaro o *crypto-asset* -⁵⁶.

avrebbe voce in capitolo in futuro quanto ai criteri interpretativi delle Corti UK, anche se con riferimento a disposizioni normative che – cfr. infra – si intenderebbe mantenere EU Compliant.

⁵⁴ Aspetti che, si osserva, vengono ad assumere rilievo quale necessità di provvedere ad un'omogeneità normativa con mitigazione di un, implicito e di fatto, sostanziale effetto *gold plating* che rischia di diverberarsi, negativamente, nei confronti principalmente dei consumatori e, più in generale, degli investitori.

⁵⁵ Soprattutto nel secondo caso, si osserva, risulterebbe aumentare significativamente l'alea cui si espone il potenziale titolare del token, soprattutto in caso di algoritmi particolarmente sofisticati e, non da ultimo, poco comprensibili da soggetti non esperti così come non governabili dai possessori dei relativi token. Quanto precede legittima la necessità di approfondire la questione circa la riconducibilità, ed in che termini, o meno di tale tipologia di token ad uno strumento derivato, soprattutto qualora lo stesso sia finalizzato a mitigare i rischi di volatilità del diretto sottostante così come di altri connessi / correlati.

⁵⁶ Il Report precisa come tale esempio include anche “Bankera”.

Il Paper FCA (cit., par. 4.7) nell'ambito della Q&A che, come precisato, integra viene ad integrare le Guidelines, in risposta alla Question “*If I accept only cryptoassets as a form of payment for my token, can it still be a security token?*”, riscontrando affermativamente chiarisce “*Unlike e-money regulations where a token must be issued on the receipt of fiat funds, security tokens will still be considered security tokens regardless of whether they are exchanged for fiat funds, exchange tokens, or other forms of cryptoassets. In certain cases (like airdrops), a token can also be a security, even if nothing is received for it. We consider*

Utility tokens: consentono la fruizione di prodotti o servizi messi a disposizione, spesso, dalla piattaforma DLT ma, a differenza dai primi non vengono accettati quale mezzo di pagamento di altri prodotti o servizi – il riferimento che viene proposto è quello del cloud services, quale modalità per favorirne l'accesso -.

Avuto riferimento alla *Distributed Ledger Technology (DLT)* l'EBA ha rilevato come venga applicato da talune istituzioni finanziarie nell'ambito del *trade finance* e nella gestione della *due diligence documentation* relativa alla clientela richiamando doversi utilizzi riscontrati dall'ESMA (nell'ambito del mercato dei servizi finanziari), dall'ENISA (European Union Agency for Network and Information Security), dalla BCE⁵⁷ ed altri Enti. Con riferimento al trasferimento di Bitcoin vengono descritti gli elementi principali della struttura e funzionamento del sistema nei seguenti termini: un soggetto detiene due chiavi crittografiche, una pubblica – per sua identificazione - ed una privata – mantenuta riservata da parte del titolare, per controllare la titolarità dei rispettivi Bitcoin -. Nella generazione dell'operazione, da parte del trasferente, con indicazione del trasferitario (*A's address - B's address*) è inclusa anche la chiave privata dal primo che, in ogni caso, non viene rivelata in maniera tale che, nell'ambito del network, la legittimità del disponente sia riconosciuta; tale struttura comporta come, in caso di Perdita della chiave privata, si perda di fatto del diritto di disporre dei relativi asset⁵⁸.

Nell'ambito delle proprie competenze istituzionali, attesa la variegata modalità di utilizzabilità (supra) che i token possono venire ad assumere, l'EBA circoscrive il proprio intervento alle Crypto-asset le quali:

a token to be a security based on its structure: the intrinsic nature of the token is important, not the mechanism by which it was acquired”.

⁵⁷ Si riportano di seguito alcuni chiarimenti della BCE in relativamente alla *distributed ledger technology* “*Si tratta di uno strumento per la registrazione della proprietà, ad esempio di denaro o attività finanziarie, immobiliari ecc. Al giorno d’oggi, quando le banche effettuano una transazione, ovvero quando si verifica un passaggio di proprietà di denaro o attività finanziarie, questo avviene attraverso sistemi centralizzati, spesso gestiti dalle banche centrali. Le banche tengono traccia delle proprie transazioni in database locali; questi vengono aggiornati una volta che un’operazione è stata eseguita nel sistema centralizzato. Un distributed ledger è invece un database di operazioni distribuito su una rete di numerosi computer, anziché custodito presso un nodo centrale. Di solito tutti i membri della rete possono leggere le informazioni e, a seconda dei permessi di cui dispongono, possono anche aggiungerne. La tipologia più comune di DTL è denominata “blockchain”, facendo riferimento al fatto che le transazioni sono raggruppate in blocchi e questi sono uniti fra loro in ordine cronologico a formare una catena. L’intera catena è protetta da complessi algoritmi matematici che hanno lo scopo di garantire l’integrità e la sicurezza dei dati. Questa catena forma il registro completo di tutte le transazioni incluse nel database”* (disponibile sul sito dell’Autorità all’indirizzo https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/distributed_ledger_technology.it.html).

⁵⁸ È il caso di osservare come non verrebbero meno gli asset, così come la loro rispettiva titolarità sostanziale in capo al legittimo titolare, quanto piuttosto la capacità di disporne entrando, gli asset stessi, in una specie di limbo.

- a. si fondino principalmente sulla crittografia e sulla Distributed Ledger Technology (DLT) od altre tecnologie simili, quale elemento del rispettivo valore percepito od intrinseco;
- b. non siano emesse o garantite né da una banca Centrale né da un'Autorità Pubblica;
- c. possano essere utilizzate quale mezzo di scambio (pagamento⁵⁹) e/o con fini di investimento e/o per usufruire di (accedere a) prodotti o servizi.

L'EBA⁶⁰, in materia, ribadisce la necessità di porre particolare attenzione alla protezione dei consumatori dai rischi derivanti dai servizi offerti dalle piattaforme per la negoziazione di Crypto-asset e da fornitori di servizi di custodia (*custodian wallet providers*) quali: inadeguatezza od assenza di formali regole di condotta del business comprese l'indicazione dei rischi connessi alle attività in crypto-asset così come la trasparenza dei requisiti informativi, assenza od insufficienza nella verifica sull'adeguatezza tra i relativi rischi ed il *risk appetite* (propensione al rischio) del consumatore di volta in volta interessato, non adeguatezza delle misure di governo volte ad assicurare che i rischi siano opportunamente gestiti e mitigati, inadeguata od assenza di meccanismi per assicurare la segregazione tra asset dei consumatori rispetto a quelli in portafoglio dell'impresa, così come quanto alla mitigazione dei conflitti di interesse, inadeguata regolamentazione dell'attività pubblicitaria potenzialmente in grado di consentire un'attività di marketing ingannevole ovvero ad una sollecitazione (telefonica / via e-mail, aggressiva), assenza di Compensation Scheme in materia di garanzia dei depositi⁶¹ / protezione degli Investitori / ed altre forme a protezione dei rispettivi clienti, mancanza di una struttura legale che identifichi e definisca i diritti e le obbligazioni in capo a ciascuna parte con particolare riferimento ai termini di responsabilità.

L'EBA sottolinea come la Commissione Europea, in sede di emanazione della regolamentazione in materia di Crypto-asset tenga in adeguata considerazione le più recenti raccomandazioni FAFT così come gli standard e linee guida, tempo per tempo aggiornate, che lo stesso Organismo andrà ad emanare, con particolare riferimento al perimetro da definire per le attività pertinenti le crypto-asset.

Il Report sottolinea inoltre come, in ragione dell'assenza in molte Giurisdizioni UE di un obbligo di reportistica in capo alle istituzioni che svolgono attività in crypto-asset, talune Competenti Autorità domestiche non risultano adeguatamente attrezzate per provvedere

⁵⁹ Con riferimento alla Gran Bretagna l'FCA (Paper cit., par. 2.16) indica come “*in terms of acceptance, cryptoassets are not widely used as a means of exchange in the UK. No major high street or on line retailer accepts them as a form of payment and less than 600 independent shops, bars and cafes around the UK accept Bitcoin*”.

⁶⁰ Vedasi anche le Opinions rilasciate negli anni 2013, 2014, 2016, espressamente richiamate nel Report stesso.

⁶¹ La normativa europea di riferimento primaria è la Direttiva 2014/49/UE del 16 aprile 2014 “relativa ai sistemi di garanzia dei depositi”.

al necessario monitoraggio delle attività e dei correlati rischi ed assumere, ove necessario, le opportune determinazioni.

L'Autorità precisa come, nel corso del 2019, abbia in programma di:

- a) sviluppare un modello di monitoraggio standard che le Competenti Autorità domestiche invieranno alle varie istituzioni – istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica ed altre istituzioni finanziarie interessate –, per il monitoraggio del livello e tipologia dell'attività in Crypto-asset;
- b) eseguire un assessment delle pratiche di pubblicità in materia - che dovrebbe essere equilibrate, chiare e non ingannevoli -, delle informazioni pre-contrattuali in merito ai rischi per i consumatori (in particolare l'assenza di un framework giuridico, rischio di liquidità, etc.), comunicazione dei diritti e tutele applicabili ai consumatori, per definire gli interventi necessari ad assicurare il più alto livello di protezione ai consumatori stessi;
- c) riferire alla Commissione Europea in merito alle conclusioni cui perverrà il Comitato di Basilea sulla Vigilanza Bancaria report (BCBS)⁶²;
- d) verificare, tempo per tempo, la necessità di predisporre Linee Guida a supporto dell'applicazione della regolamentazione prudenziale ai sensi della CRD e del CRR, in materia di esposizioni nei confronti di crypto-asset;
- e) avviare un monitoraggio nel continuum per l'aggiornamento del perimetro regolamentare, che includa anche le attività in crypto-asset⁶³.

L'approccio ESMA (European Securities and Markets Authority)

L'Autorità, in data 9 gennaio 2019, ha rilasciato un Advice⁶⁴ in materia di cripto-asset finalizzato a definire le aree di maggior attenzione e criticità, rilevate nel complesso settore di riferimento che tiene conto, tra le altre, dalla rilevazione di avvenute emissioni, recentemente, di crypto-assets mediante ICOs le quali “effettivamente” consentono la raccolta di capitali finalizzate al finanziamento di specifiche iniziative imprenditoriali,

⁶² Con riferimento al Par. 4.3 del Report “*Accounting and prudential treatment of institutions’ exposures to/holdings of crypto-assets and advice for the European Commission*”.

⁶³ A tale proposito il Par. 2.5(42) precisa “*Consistent with the EBA’s role in monitoring innovation and the regulatory perimeter, the EBA will continue to monitor the emergence of new activities and business models involving crypto-assets, leveraging competent authorities’ monitoring efforts at the national level, and will keep under review the applicability and suitability of relevant EU law and the need for any further actions at EU level*”.

⁶⁴ *Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* - ESMA50-157-1391.

In questa sede, come fatto per il documento EBA, si intende riportare alcuni elementi rilevati maggiormente interessanti – in particolare l'identificazione di alcuni rischi e la delineata perimetrazione del rispettivo ambito - a meglio comprendere l'approccio che l'Autorità di Vigilanza Europea stanno assumendo e lo sviluppo che ne potrebbe derivare.

attraverso l'emissione di token, ricevendo in contropartita *fiat currencies*⁶⁵ od altre crypto-assets.

L'Autorità in materia di rischi considera, in particolare:

a) l'ampia varietà di crypto-asset cui può corrispondere l'insorgere di rischi differenti tra loro;

b) la tecnologia che viene utilizzata, spesso di nuova generazione ed in fase di prima applicazione ed evoluzione;

c) con riferimento alla tutela degli investitori ed alla integrità del mercato viene sottolineato come in caso di ICOs – il riferimento considera anche quelle che prevedono l'emissione di crypto-asset – siano riconducibili non già a business operativi quanto, piuttosto, ad iniziative imprenditoriali definite dall'Autorità “*just ideas*”⁶⁶;

d) nonostante molte crypto-asset siano trattate presso piattaforme di trading specializzate, viene a determinarsi una ridotta liquidabilità dell'investimento;

e) lo stesso contenuto informativo a disposizione degli investitori, anche potenziali, quanto all'emittente ed al progetto sottostante, è spesso limitato a ragione della fase embrionale del rispettivo sviluppo;

f) l'Autorità sofferma la sua attenzione sui rischi connessi al, derivanti dal, trading secondario⁶⁷ atteso come rilevi il non ricorrere di sostanziali differenze tra varie criticità interessanti le piattaforme di trading per le crypto asset rispetto a quelle riconducibili alle *trading venues* per le tradizionali securities, riportandone in particolare le seguenti tre: a) se la piattaforma sia dotata delle necessarie risorse per svolgere efficacemente e puntualmente le relative attività ed identificare ed affrontare i rischi che possono insorgere, b) se siano state definite, applicate e mantenute adeguate procedure e processi per assicurare un trading equo ed ordinato⁶⁸, c) se siano adottate adeguate misure atte a prevenire potenziali conflitti di interesse e se l'accesso ai relativi servizi sia consentito su basi non discriminatorie;

g) altra rilevante questione è costituita dalla meccanismo di definizione e comunicazione del prezzo nonché dall'integrità del mercato comprensivo dell'informativa pre e post

⁶⁵ Nell'accezione del Legislatore Comunitario “*that is to say coins and banknotes that are designated as legal tender and electronic money, of a country, accepted as a medium of exchange in the issuing country*”, come espresso all'8 Considerando della Direttiva n. 843/2018.

⁶⁶ Su base percentuale vengono riportate le risultanze di un Report secondo il quale, relativamente ad ICO, dal 2017, una minoranza pari al 30% abbia perso il proprio valore mentre la larga maggioranza risulti valutata al di sotto del loro prezzo.

⁶⁷ Si rammenti come, soprattutto nell'ipotesi di sistemi blockchain come ad oggi operanti, alcun intervento di intermediari è previsto né regolamentato – non si tralasci come l'ESMA si occupi delle sole ipotesi (per oggetto, sostanza e forma) – rientranti nel proprio perimetro di competenza.

⁶⁸ Nell'accezione contenuta nel testo domestico della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II).

trading, da rendersi disponibile sulla piattaforma⁶⁹, anche qui in termini sufficienti a supportare l'efficienza del mercato e (supra) un trading equo ed ordinato, considerandosi anche se ricorrano adeguate regolamentazione, monitoraggio, sorveglianza e meccanismo di relativa esecuzione applicativa (enforcement) in grado di impedire⁷⁰ potenziali abusi di mercato. L'Autorità sottolinea a tale proposito come, in ragione della alta volatilità del prezzo e della ridotta liquidità, tali criticità, pur non riconducibili alle sole piattaforme di trading delle crypto-asset risultino particolarmente accentuate senza tralasciare, non da ultimo, come gli investitori abbiano accesso a tali piattaforme senza l'intervento / ausilio di intermediari finanziari autorizzati che svolgano quelle attività, previste dalla prevista regolamentazione in materia di servizi finanziari, a presidio degli interessi degli investitori stessi.

In prima lettura appare sorprendere come l'Autorità precisi "at this point" come non ritenga che le crypto assets rappresentino una minaccia alla stabilità finanziaria considerando, da un lato, il limitato volume interessato, e, dall'altro, le limitate connessioni / rapport con il tradizionale mercato finanziario – evidenziando la riconducibilità della maggior parte degli investimenti in crypto-asset siano riconducibili a depositi e non conversione di altre forme, sia in occasione della loro naturale scadenza ovvero in un momento precedente.

h) quanto alla custodia / deposito⁷¹ l'Autorità, sottolineando come il Titolare delle crypto-asset resti l'unico soggetto che controlla la Chiave Privata, richiama all'attenzione il principale vantaggio che ne deriva costituito dalla riduzione dei rischi di sua violazione /

⁶⁹ Il tutto, chiaramente, riconducibile al dover assicurare in capo agli investitori e potenziali investitori l'effettivo esercizio di una libera e consapevole scelta di investimento – concetto che, come ormai ben consolidato, non si limita all'eseguire un acquisto / sottoscrizione, ma contempla anche la dismissione di un precedente investimento, sia parzialmente che integralmente, così come il "nulla fare" rispetto allo stato di fatto al momento ricorrente -.

⁷⁰ Atteso l'utilizzo del termine "deter" apparirebbe anche legittimo ritenere che l'Autorità abbia inteso prevedere un'attività di prevenzione in termini quali lo scoraggiare comportamenti riconducibili all'istituto del market abuse, attività che presuppone un comportamento, da parte della Piattaforma, proattivo anche quanto alla definizione di processi e procedure che rendano più difficile e complesso il compimento di simili comportamenti illegittimi.

A titolo di confronto si richiama all'attenzione come la regolamentazione comunitaria preveda la possibilità di accesso diretto, in modalità elettronica, direttamente da parte dell'investitore in assenza dell'intervento di un intermediario. Un esempio, di rilievo anche per il relativo contenuto, sono le *Guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*, quanto alla previsione del Direct Market Access (DMA) definito quale "An arrangement through which an investment firm that is a member/participant or user of a trading platform permits specified clients (including eligible counterparties) to transmit orders electronically to the investment firm's internal electronic trading systems for automatic onward transmission under the investment firm's trading ID to a specified trading platform" (ESMA/2011/456 del 21 dicembre 2011). Si osservi come la Regolamentazione, in ogni caso, preveda da un lato una sorta di "viatico" da parte di un Intermediario Abilitato che consenta l'accesso diretto e, dall'altro, la responsabilizzazione di quest'ultimo ai necessari controlli e monitoraggi che deve svolgere sull'attività del proprio Cliente.

⁷¹ Nei termini e limiti in cui tali concetti possano applicarsi al caso di specie, attese le caratteristiche *fisiche* e di *rappresentazione* che contraddistinguono le crypto-asset.

sottrazione da parte di terzi, pur considerando che non tutti gli investitori hanno la competenza e gli strumenti per custodire e gestire in sicurezza la Chiave Privata⁷². Quanto all'ipotesi di custodia della Chiave Privata da parte di Custodian Wallet, viene sottolineata la necessità che tali soggetti siano dotati delle necessarie ed adeguate misure – da intendersi sia tecniche / tecnologiche che di processi e procedure – anche con riferimento alla relativa segregazione.

In un contesto valutativo dei benefici che possono derivare da ICOs e crypto-asset⁷³, l'Autorità, ferma la predisposizione ed attuazione dei necessari presidi, ritiene come la ICOs potrebbero offrire una valida alternativa di raccolta dei fondi necessari per le blockchain start-up ed altri business innovativi che trovino difficoltosa e costosa la raccolta di capitale ricorrendo ai canali tradizionali. Alla cosiddetta tokenizzazione – modalità di conversione di un diritto verso un determinato asset in un Token digitale e ritenuta un potenziale trend di lungo termine - viene riconosciuta la possibilità di produrre benefici sia per i partecipanti al mercato che per gli investitori. In particolare, partendo dall'assunto che tutto appare tokenizzabile (beni così come strumenti finanziari tradizionali), viene evidenziato come alcune NCAs (National Competent Authorities) abbiano riscontrato il ricorrere di quest'ultimo caso nel veder l'emittente raggiungere lo scopo prefissato con modalità e costi inferiori rispetto ad un processo di emissione tradizionale. Tale procedura, infatti, favorisce la liquidità di taluni asset finanziari, si pensi agli strumenti non listati ovvero ai prestiti sindacati, attraverso il trasferimento della rispettiva titolarità più facilmente e velocemente riducendo, non da ultimo, il ricorso ad intermediari. A ciò si aggiunga come il Sistema DLT favorisca l'utilizzo di Smart Contract⁷⁴ in grado di automatizzare il processo di esecuzione delle obbligazioni contrattuali favorendo, pur potenzialmente, una riduzione di rischi e costi.

⁷² Tale modello, chiarisce l'Autorità, può risultare inadatto per talune categorie di investitori quali quelli istituzionali, nel cui ambito è necessario che più di una persona controlli le crypto-asset – a vario titolo e con compiti derivanti dalla rispettiva funzione di appartenenza e livello gerarchico -.

⁷³ Concetto che appare ricondursi alla base del Documento di Consultazione Consob (infra).

⁷⁴ Quale definizione, in un contesto bancario finanziario, si riporta la seguente come formulata dall'EBA *“For the purposes of this report, ‘smart contracts enabled by DLT’ refers to pieces of computer code stored in a DLT, which are executed automatically on multiple distributed nodes upon fulfilment of pre-defined conditions, to enforce the terms of an agreement between parties. Therefore, agreements are automatically enforceable. Smart contracts may store the status of a transaction, to avoid having to go through the list of records in the DLT, and their execution can be triggered by another contract, by an individual or by a group of individuals if multiple parties are involved in the approval process for the execution of the contract”* (in EBA Report on the prudential risks and opportunities arising for institutions from fintech, 3 luglio 2018).

La Normativa Maltese (Chapter 591 - Malta Digital Innovation Authority Act, art. 2) prevede la seguente definizione *“a form of innovative technology arrangement consisting of: (a) a computer protocol; and, (b) an agreement concluded wholly or partly in an electronic form, which is automatable and enforceable by execution of computer code, although some parts may require human input and control and which may be also enforceable by ordinary legal methods or by a mixture of both”*.

L'aspetto che, per molti versi, assume un preminente⁷⁵ e sostanziale rilievo viene affrontato una volta identificati i punti di attenzione / criticità / rischi connessi all'operatività in crypto-asset costituenti, che costituiscono presupposto per lo svolgimento dell'analisi sulle implicazioni regolamentari che insorgono al ricorrere della qualificazione, caso per caso, di strumento finanziario⁷⁶. Evidenziando come l'Ordinamento Comunitario non offra una definizione di crypto-asset, l'aspetto chiave è per l'Autorità se sia qualificabile ai fini MiFID II quale strumento finanziario, Richiama, quale elemento normativo di riferimento, la definizione che la Direttiva 2818/843⁷⁷ ne offre nei seguenti termini *“una rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente”*. In tale contesto l'ESMA ha avviato un'indagine peso le varie Competenti Autorità domestiche, finalizzata a raccogliere un feedback quanto alla non qualificabilità di strumenti finanziari delle crypto-asette volta a verificare come i vari Stati Membri avessero trasposto la MiFID II nei rispettivi Ordinamenti indicando, a tale fine, un campione di sei diverse ipotesi riconducibili alle categorie di *investment-type*, *utility-type*, *hybrid of investment-type*, *utility type* e *payment type crypto-asset* – con esclusione, precisa l'Autorità, dei *payment-type crypto-asset* in quanto ritenuto essere improbabile possano essere qualificati strumenti finanziari – (supra)⁷⁸.

⁷⁵ Il testo della Direttiva, in lingua italiana, è il seguente *“una rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente”*.

⁷⁶ In un contesto espositivo logico argomentativo esposto per step uno sequenziale, anche logicamente, all'altro.

⁷⁷ Che ha variato la Direttiva Antiriciclaggio (EU) 2015/849.

⁷⁸ Si riporta, per completezza, l'approccio pragmatico d'Oltre Oceano, come riportato sul sito della SEC Statunitense *“The U.S. Supreme Court's Howey case and subsequent case law have found that an “investment contract” exists when there is the investment of money in a common enterprise with a reasonable expectation of profits to be derived from the efforts of others.5 The so-called “Howey test” applies to any contract, scheme, or transaction, regardless of whether it has any of the characteristics of typical securities.6 The focus of the Howey analysis is not only on the form and terms of the instrument itself (in this case, the digital asset) but also on the circumstances surrounding the digital asset and the manner in which it is offered, sold, or resold (which includes secondary market sales). Therefore, issuers and other persons and entities engaged in the marketing, offer, sale, resale, or distribution of any digital asset will need to analyze the relevant transactions to determine if the federal securities laws apply”* (in *Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*, pag. 2, disponibile all'indirizzo: https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_edn5).

Pur prendendo doverosamente atto come *“This framework represents the views of the Strategic Hub for Innovation and Financial Technology (“FinHub,” the “Staff,” or “we”) of the Securities and Exchange Commission (the “Commission”). It is not a rule, regulation, or statement of the Commission, and the Commission has neither approved nor disapproved its content ...”*, appare in ogni caso di rilievo, anche

Un cenno merita l'Annex 2 dell'Advice "Overview of crypto-asset trading platforms business models", con particolare riferimento al suo paragrafo *Centralized vs Decentralized platforms*. Nel richiamare come le prime costituiscano il modello attualmente dominante, sottolinea la necessità per gli Utilizzatori di provvedere - prima di dare seguito all'attività di trading - al deposito dei propri Asset consentire, nel caso di crypto-assets, il controllo del *private key* alla Piattaforma stessa. Sotto l'aspetto organizzativo è riscontrata un'operatività on-chain per la registrazione presso la DLT del crypto-asset mentre, quanto all'incrocio / esecuzione degli ordini / trasferimento della titolarità tra Utilizzatori, generalmente si provvede alla sola registrazione sui libri della piattaforma (off-chain). L'Autorità evidenzia come tale strutturazione comporti due principali conseguenze: a) elevato rischio di hackeraggio, atteso come tali piattaforme costituiscano un singolo punto di vulnerabilità di deposito della private key dei singoli clienti⁷⁹, b) la circostanza, inoltre, della registrazione on-chain solo in ragione del deposito o ritiro dei crypto-asset comporta come il relativo settlement non sia vincolato al DLT. Le transazioni sono regolate da *smart contract*, non sono presenti né mediatori né autorità, l'operatività risulta più lenta in quanto ogni operazione deve essere processata e validata sulla DLT con aumento non solo del costo ma, soprattutto, il concretizzarsi nuove tipologie di vulnerabilità in ambito sicurezza.

L'ESMA ritiene che una delle prossime priorità del legislatore europeo sia la definizione di adeguati requisiti informative sui rischi che in materia di emittente, programma, diritti connessi alle / derivanti dalle crypto-asset, le tecnologie utilizzate ed i potenziali conflitti di interesse, al fine di rendere il consumatore⁸⁰ consapevole dei rischi prima di investire le proprie disponibilità in crypto-asset⁸¹.

atteso il riferimento giurisprudenziale sostanziale che l'elaborato espressamente richiama, nonché doveroso tenerne conto in un contesto di analisi ed approfondimento sistemici.

⁷⁹ L'Autorità richiama quanto riportato da Bloomberg in merito agli hackeraggi subiti da talune piattaforme che hanno causato perdite per oltre un miliardo di dollari – riportando anche gli URL dei relative documenti 56 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-28/massive-cryptocurrency-heist-puts-spotlight-on-exchange-security>, e <https://blog.localetereum.com/centralised-exchanges-are-terrible-at-holding-your-money/>, pubblicati rispettivamente nel 2018 e 2017 -.

⁸⁰ Attese le peculiarità che caratterizzano il mercato in parola, nelle sue molteplici espressioni sia quanto al sottostante che alle varie modalità operative tecnologiche, parrebbe più adeguato estendere dette cautele oltre la categoria dei "consumers".

⁸¹ Osserva infatti l'Autorità come i cosiddetti "White Paper" disponibili sul mercato variano significativamente tra loro e tendono, principalmente, ad enfatizzare la probabilità di un guadagno finanziario incoraggiando il consumatore verso un approccio speculativo, anche qualora la crypto-asset interessata sia riconducibile ad uno strumento finanziario. In ambito domestico tale considerazione, per coerenza interpretativo – applicativa andrebbe estesa ai prodotti finanziari – caratteristica della normazione italiana -.

La stessa FCA (Paper cit. par. 2.23), a tale proposito, sottolinea come "the potential to misunderstand the nature of these assets can be compounded by poor practices in relation to advertising. Advertises overstate benefits and rarely warn of volatility risks, the fact consumers can lose their investment, the absence of a secondary market for more offerings and the lack of regulation. This often play on consumers

Conscia dei limiti perimetrali del proprio intervento, inoltre, richiama all'attenzione delle Istituzioni Comunitarie dell'esistenza di una vasta gamma di crypto-asset non riconducibili a strumenti finanziari sottolineando come, peraltro, il regime offerto con l'impostazione definita nel Documento risulterebbe in grado di "catturare" la maggiore gamma di caratteristiche e fattori di rischio che essi verrebbero ad introdurre. In alternativa può decidersi di non attivarsi ritenendo tali tipologie di crypto-asset estranee alla rispettiva competenza ancorchè, ciò facendo, si mancherebbe nell'assicurare gli interessi degli investitori così come l'integrità del mercato⁸².

La prospettazione della Consob

Il Documento di Discussione⁸³, avente quale obiettivo quello di avviare un dibattito a livello nazionale sul tema delle offerte iniziali e degli scambi di cripto-attività in connessione con la recente diffusione delle relative operazioni ICOs⁸⁴ nelle quali investono i risparmiatori italiani.

L'Autorità, **nel richiamare** come tali Offerte si caratterizzano per: a) l'utilizzo della tecnologia *blockchain*⁸⁵, che permette di disintermediare le infrastrutture tipiche dei mercati dei capitali (es. banca depositaria, consorzio di collocamento, mercati secondari), b) lo strumento per il regolamento dei flussi finanziari, in quanto il pagamento dei *token*

aspirations for 'easy money' and wealth' and 'fear of missing out'. Often social media plays a significant role in influencing consumers' behaviour".

⁸² La, non solo, opportunità di spiegare un intervento regolamentatore in materia viene sottolineata anche dal Paper della FCA come "*Publishing Guidance should reduce legal uncertainty and assist firms to develop legitimate cryptoasset activities and business models. This may improve participation in the cryptoasset market and competition in the interest of consumers*" (cit. par. 2.23, *Competition harms*).

⁸³ Per il quale il termine di invio all'Autorità di osservazioni è spirato il 19 maggio 2019.

⁸⁴ L'autorità sottolinea come, mentre il termine *initial coin offering* sia stato inizialmente attribuito alle emissioni di cripto-valute (es. Bitcoin, Ethereum), ad oggi esso identifichi qualsiasi offerta di token, non necessariamente costituenti una cripto-valuta, ma incorporanti diritti vari, che possono essere acquisiti dietro corrispettivo sia di valuta legale sia di cripto-valuta.

⁸⁵ L'ESMA Advice (Glossary) la definisce "*a form of distributed ledger in which details of transactions are held in the ledger in the form of blocks of information. A block of new information is attached into the chain of pre-existing blocks via a computerised process by which transactions are validated*".

Si riporta di seguito, inoltre, la definizione riportata dalla SEC Statunitense nel ricorsopresentato il 12 agosto 2019 avanti l'Eastern District of New York volto ad ottenere l'emissione di un Temporary restraining *Order Freezing Assets*, con riferimento ad un'ICO che prevedeva l'emissione di Token, "*A blockchain is a type of distributed ledger, or peer-to-peer database spread across a network, that records all transactions in the network in unchangeable, digitally-recorded data packages called blocks. Each block contains a batch of records of transactions, including a timestamp and a reference to the previous block, linking the blocks together in a chain. The system relies on cryptographic techniques for secure recording of transactions. A blockchain can be shared and accessed by anyone with appropriate permissions. The Bitcoin blockchain is an example of a "non-permissioned," or public and open-access blockchain. "Permissioned" or private blockchains require permissioned servers to be approved to participate on the network or to access particular information on the blockchain. Blockchains or distributed ledgers can also record what are called smart contracts, which essentially are computer programs designed to execute the terms of a contract when certain triggering conditions are met*" – il Provvedimento è stato rilasciato in pari data dalla United States District Court Eastern District of New York - Brooklyn Office -.

generalmente avviene con valute virtuali (es. Ethereum, Bitcoin) in luogo di moneta avente corso legale, la pubblicità e promozione 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, d) la pubblicazione di un c.d. *white-paper* in luogo di un prospetto, nel quale vengono riportate le principali caratteristiche dell'operazione e dell'oggetto dell'offerta; **sottolinea** il ricorrere di varie tipologie di token che, per le peculiari caratteristiche, sono riconducibili a strumenti finanziari o prodotti finanziari (*investment-token o security-like-token*), così come altri che presentano un mix variabile di caratteristiche definibili *hybrid-token* – di più difficile trattazione e inquadramento rispetto alle vigenti discipline -.

Attenzione viene posta nell'identificare gli *aspetti definitivi* idonei a tipicizzare le cripto-attività seguendo un percorso logico che prende le mosse dalla “nozione domestica di prodotto finanziario”, inizialmente sviluppato anche con il contributo della Consob stessa, quale: proposta di investimento che implichi la compresenza dei tre seguenti elementi: (i) impiego di capitale, (ii) promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria⁸⁶ e, (iii) assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale, che ha trovato ulteriore specificazione, in ragione dell'intervenuta innovazione finanziaria, nell'identificazione dei seguenti ulteriori elementi di valutazione – “al fine di stabilire se presenti gli elementi distintivi di un investimento di natura finanziaria” -: a) prevalenza del connotato finanziario rispetto a quello di godere e disporre del bene acquisito con l'operazione; b) effettiva e predeterminata promessa, all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale, di un rendimento collegato alla res, tale da far ritenere che l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa, diverso dal mero apprezzamento del bene nel tempo, accedendo quindi alla causa stessa del contratto sottostante.

L'Autorità sostiene una codificazione ad hoc “distinta dai prodotti finanziari” considerando come: a) venga a contenere l'onere in capo al mercato ed all'Autorità di effettuare un'analisi case-by-case circa il ricorrere, o meno, della concretizzazione di un

⁸⁶ L'Autorità, a tale proposito, la definisce quale “accrescimento della disponibilità investita, senza l'apporto di prestazioni da parte dell'investitore diverse da quella di dare una somma di denaro”, richiamando quanto indicato in Cass. Sez. II Civ. Sent. n. 2736 del 2013 secondo cui “La causa negoziale è finanziaria [allorquando] la ragione giustificativa del contratto, e non il suo semplice motivo interno privo di rilevanza qualificante, consiste proprio nell'investimento del capitale (il “blocco” dei risparmi) con la prospettiva dell'accrescimento delle disponibilità investite, senza l'apporto di prestazioni da parte dell'investitore diverse da quella di dare una somma di denaro”.

In questa sede, a maggior chiarimento della portata della Pronuncia di Legittimità, si richiama all'attenzione come il prospettato sottostante, oggetto della dichiarata illegittima sollecitazione, era costituito dalla consegna al *sottoscrittore* di un diamante – certificato e sigillato in plico, nonché oggetto di valutazione con impegno, assunto dalla Società consegnante, di “riprendersi” il diamante stesso restituendo il denaro corrisposto dal sottoscrittore maggiorato da un compenso a titolo di “custodia”. Tra le altre un elemento che la Corte ha ritenuto rilevante, ai fini della propria decisione, è stata la previsione di automatico trasferimento della proprietà, in capo all'investitore, in caso di violazione del sigillo.

“prodotto finanziario”, b) si consenta di affrontare la materia tenendo conto delle sue peculiarità, evitando quindi ai promotori di essere soggetti alla disciplina in materia di strumenti finanziari sul prospetto e sull’offerta a distanza – a condizione che siano impiegate piattaforme dedicate e vigilate dalla Consob⁸⁷ – ove ricorra un prodotto finanziario.

Quanto alla *Piattaforma per le offerte di Cripto-Attività*, ne fornisce la seguente definizione “una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la promozione e realizzazione di offerte di cripto-attività di nuova emissione”. Si osservi, peraltro, come così facendo ci si limiterebbe a regolamentare la prima fase dell’attività che si svolge attualmente nelle piattaforme in essere, mentre è proprio quella avente ad oggetto i successivi trasferimenti che il “mercato” richiede⁸⁸; meglio quindi potrebbe apparire identificare quegli asset, caratterizzati dalla loro natura *cripto*, i quali, in deroga alle vigenti norme in materia di prodotti finanziari, possono essere oggetto di promozione e trasferimento in Piattaforme “regolamentare” a ciò dedicate – le quali possono anche trattare asset diversi da quelli finanziari⁸⁹ -. In un’ottica, così appare rilevabile dal Documento, volta ad utilizzare già strutture e sistemi già previsti onde consentire un rapido avvio della relativa operatività, la Consob suggerisce di ricorrere alla categoria dei gestori di portali per la raccolta di capitali di rischio – la cui attività è disciplinata dal Regolamento Consob n. 18592/2013 (Regolamento Crowdfunding), fermo il rispetto dei requisiti soggettivi di questi ultimi da parte di ulteriori “soggetti diversi”, cui possa essere consentito di svolgere “in via esclusiva” l’attività di gestione di tali piattaforme⁹⁰.

In linea con l’impostazione che l’Autorità segue nel Documento, viene considerata l’esigenza dell’informazione da fornirsi al mercato, sottolineando: i) l’importanza di prevedere che i gestori delle piattaforme richiedano, agli emittenti le cripto-attività, tutte le informazioni necessarie affinché i potenziali investitori possano valutare compiutamente gli investimenti proposti – terminologia ancorata all’impostazione di Offerta iniziale -, b) l’esigenza di prevedere ad un’adeguata standardizzazione delle informazioni sulle operazioni, anche al fine della comparabilità delle diverse offerte – a tale proposito appare legittimo attendersi che sia proprio l’Autorità, nell’ambito della Regolamentazione che andrebbe ad emanare, a definire gli elementi contenutistici e di formalizzazione delle modalità per l’adempimento dei relativi obblighi⁹¹ -.

⁸⁷ Che rispondano a requisiti normativo – regolamentari che la Consob stessa tratteggia nel Documento (infra).

⁸⁸ Oggetto, attraverso una distinzione non solo formale, di apposita successiva trattazione (par. 4 *Sistemi di scambio di Cripto-Attività*).

⁸⁹ Rifacendosi al concetto di base che ha suggerito il Legislatore della RSM a distinguere tra “token di utilizzo” dai “token di investimento”.

⁹⁰ Si rinvia alle considerazioni poco sopra espresse.

⁹¹ A mero titolo di esempio, anche in ragione della recente emanazione, potrebbe farsi riferimento – *mutatis mutandis* ed apportate le opportune personalizzazioni – a quanto emanato dall’ESMA in materia di Cartolarizzazioni STS ai sensi del Regolamento EU n. 2402/2017.

Dimostrando la necessaria continuità con l'evoluzione del mercato, la Consob rileva come nella presente fase di rapida evoluzione del fenomeno in parola, un approccio indirizzato alla sua cristallizzazione in un rigido regime pre-costituito presenti sia il rischio di non cogliere le opportunità che si presentano, sia di non cogliere, attraverso una fotografia statica, le caratteristiche di costante evoluzione del fenomeno. Considerazioni, queste, in base alle quali l'Autorità ritiene utile prevedere un regime che consenta all'emittente/offerente/proponente, in virtù di un meccanismo di opt-in, di scegliere l'impiego di una piattaforma nei termini dianzi delineati. Ciò legittimerebbe le offerte promosse al di fuori di dette Piattaforme Regolate salvo che, puntualizza il Documento, non sia provveduto a "*presentare aspetti valutabili sotto il profilo dell'abusivismo ai sensi del TUF ove il token integri la nozione di prodotto finanziario*"⁹².

Resta inteso che, una volta aderito alla scelta di richiedere l'autorizzazione⁹³ alla gestione di piattaforme per le offerte di cripto-attività, le piattaforme e i relativi gestori sarebbero soggetti alla vigilanza da parte della Consob.

Secondo una strutturazione a doppio canale, Offerta Iniziale e Successiva Circolazione, vengono considerati i *Sistemi di Scambi di Cripto-Attività*, una volta descritte le varie modalità e strutture che intervengono nelle varie fasi identificate nell'incontro tra domanda ed offerta (*platform with order book* o *direct trading*), custodia (wallet digitali con riferimento alle chiavi private e pubbliche che identificano ciascun utente nella *blockchain*) e trasferimento, nonché gli aspetti di emissione e gestione del Token. L'Autorità propone la seguente definizione "*insieme di regole e di strutture automatizzate, che consente di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di cripto-attività e di dare esecuzione a dette proposte, anche attraverso tecnologie basate su registri distribuiti*", sottolineando, in linea con quanto chiarito per le *Offerte*, che anche tali soggetti (piattaforme exchange) richiedono adeguate forme di controllo e di regolamentazione⁹⁴.

⁹² Tale precisazione, considerando anche il suo posizionamento grafico all'interno del periodo parrebbe attribuirsi alla sola ipotesi di Offerta da una piattaforma *extra ordinem*, di contro legittimerebbe un'operatività svolta dalla Piattaforma Regolamentata anche in caso di prodotto finanziario al di fuori dalla specifica regolamentazione Crowdfunding.

Concetto che risulterebbe avvalorato dalla natura di incentivo attribuibile ad una eventuale previsione "in corrispondenza dell'applicazione del regime speciale ad offerte di cripto-attività che siano idonee a integrare la nozione domestica di prodotto finanziario di una deroga rispetto all'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico e dell'offerta a distanza di prodotti finanziari".

⁹³ A tale proposito la Consob sottolinea come i soggetti autorizzati alla gestione della Piattaforma Regolata, in uno con quest'ultima, sarebbero soggetti alla sua vigilanza che si estenderebbe alle rispettive offerte promosse. Corollario, pure evidenziato nel Documento, è la valutazione di eventuali offerte di cripto-attività il cui oggetto integri le caratteristiche di strumenti finanziari, che avverrebbe in chiave di vigilanza, ai fini del necessario rispetto della normativa UE di settore – con richiamo espresso ai previsti rimedi sanzionatori amministrativi e/o penali, anche con riferimento ad emittente/offerente/proponente.

⁹⁴ Qualora "*si negozino cripto-attività non qualificabili come strumenti finanziari ma che abbiano le previste caratteristiche distintive*".

Quale “ipotesi di disciplina” si prevede di consentire l’ammissione alla Piattaforma di negoziazione solo alle cripto-asset oggetto di offerta perfezionata in una o più piattaforme di offerta (che rispettino i dettami indicati nel par. 2 del Documento) e comunque previa iscrizione, su domanda del rispettivo organizzatore, in apposito Registro tenuto dalla Consob ed a condizione che il sistema presenti specifici elementi e caratteristiche quali: a) regole e procedure trasparenti e non discriminatorie con riguardo allo svolgimento degli scambi, b) procedure che garantiscano, fin dall’avvio della negoziazione, la pubblicazione di informazioni aggiornate sulle cripto-attività, necessarie per i potenziali acquirenti/venditori, c) procedure per identificare e gestire i rischi ai quali è esposto il sistema, d) misure necessarie per favorire il regolamento efficiente delle operazioni di negoziazione condotte nel sistema, e) idonei presidi di organizzazione e funzionamento, f) adeguate procedure per la gestione dei conflitti di interesse, g) regole e procedure idonee con riguardo all’investimento delle risorse finanziarie, alla detenzione delle cripto-valute e delle cripto-attività da parte del gestore del sistema.

Repubblica di San Marino – Norme sulla Tecnologia Blockchain per le Imprese

A titolo di completamento vengono riportati gli elementi salienti della normazione emanata nei primi del 2019 dalla Repubblica di San Marino⁹⁵ attraverso la quale, la stessa, viene a proporsi quale hub per la localizzazione delle attività riconducibili al fenomeno delle Cripto-Asset ed, in particolare, con riferimento all’utilizzo dei Token quale modalità sia di promozione iniziale che di successivo scambio [del sottostante].

Preliminarmente si richiama all’attenzione la definizione di Enti Blockchain “*soggetti dotati di personalità giuridica di cui all’articolo 2 che abbiano ottenuto il Riconoscimento*”, riconducibili alle società o altri enti dotati di autonoma personalità giuridica che si avvalga di Sistemi Blockchain⁹⁶, a loro volta definiti “*Registro Distribuito composto da blocchi di transazioni validate e confermate, organizzati in una catena sequenziale alla quale possono essere solamente aggiunti nuovi blocchi attraverso l’impiego di connessioni basate su funzioni crittografiche di hash o tecnologie equivalenti progettato per essere in grado di resistere alle manomissioni e di fornire un archivio immutabile delle transazioni ivi registrate*”. L’istanza, presentata secondo le modalità stabilite dall’Istituto per l’Innovazione, dovrà contenere le informazioni e/o documenti di cui all’Allegato A del decreto che riguardano l’emittente (natura, attività, Corporate Governance, compagine sociale, partecipazioni, bilanci, relazioni professionali, sito internet, ove si utilizzi l’istituto del Trust l’identificazione del trustee in uno con gli elementi fondamentali della struttura da realizzare, tipo di blockchain utilizzata).

⁹⁵ Decreto Delegato 27 febbraio 2019 n. 27 “*Norme sulla tecnologia blockchain per le imprese*”.

⁹⁶ La “mancata risposta” da parte della competente Autorità alla richiesta di riconoscimento “si intenderà quale silenzio diniego”. Tali soggetti, una volta Riconosciuti, sono tenuti ad iscriversi ad un Registro Pubblico - costituito ai sensi dell’articolo 5 del Decreto stesso e tenuto presso l’Istituto per l’Innovazione della Repubblica di San Marino [Ente Regolatore di Settore] -.

Un elemento rilevante, oltre alla definizione di Token quale “una serie di dati informatici in forma aggregata tra loro e archiviati su Blockchain che incorporano, a seconda dei casi: beni fungibili tra loro, servizi, diritti di credito, diritti amministrativi, partecipativi e/o di qualsiasi altra natura, ovvero che servano come strumento di scambio e che siano univocamente riconducibili ad un Indirizzo Pubblico”, è la distinzione in due categorie: *Token di Utilizzo* e *Token di Investimento*⁹⁷.

Quanto ai Token di Utilizzo vengono qualificati quali voucher per l’acquisto di servizi o di beni con funzionalità limitata all’accesso ai servizi e/o all’acquisto dei beni che devono essere già disponibili, per la prestazione o vendita, al momento dell’emissione. Vengono previste, inoltre, specifiche caratteristiche che, ove ricorrano, non escludono la riconducibilità del singolo Token a tale categoria:

- a) non hanno validità e non attribuiscono nessun diritto ai loro portatori al di fuori dei rapporti con l’Ente Blockchain emittente, restando pertanto esclusa la loro finalità di natura monetaria, speculativa e partecipativa;
- b) non danno diritto al rimborso del capitale, alla corresponsione di interessi né alla distribuzione di utili e/o dividendi e non conferiscono alcun diritto quale azionista, obbligazionista o portatore di altro strumento finanziario quali, a titolo indicato meramente esemplificativo e non esaustivo, i diritti di voto e/o altri diritti partecipativi;
- c) non sono a nessun titolo considerati valori mobiliari, strumenti finanziari e/o prodotti finanziari, né moneta elettronica e/o mezzo di pagamento fuori dalla Blockchain in cui sono stati generati⁹⁸;
- d) la loro emissione non obbliga a redigere un Prospetto e non soggiace alle norme applicabili al mercato dei capitali e alle offerte pubbliche di prodotti finanziari, così come alle offerte pubbliche di acquisto o di scambio di cui alla legge 165/2005⁹⁹.

Diversamente, per i Token di Investimento l’approccio, differenziandosi dal caso che precede “in negativo quale esclusione”, è quello di identificare, in quanto “asset

⁹⁷ Che la norma indica, tra le altre, quali uniche tipologie che possono essere oggetto, da parte di Enti Blockchain, di Offerta Iniziale di Token (ITO).

⁹⁸ Tale previsione appare riconducibile alla necessità di assicurare, nell’interesse precipuo dei destinatari dell’Offerta e del Mercato, che in alcun modo i relativi Token possano essere ricondotti ad una delle tipologie identificate al di fuori dal Sistema di Generazione – il riferimento, indiretto, è agli Ordinamenti diversi da quello di generazione -. La previsione appare, in tale ottica, una clausola di salvaguardia volta ad evitare pericolose elusioni della norma, finalizzate ad aggirare le disposizioni in materia di Offerta e Circolazione di strumenti e prodotti finanziari.

⁹⁹ Legge sulle Imprese e i Servizi Bancari, Finanziari e Assicurativi.

*digitali*¹⁰⁰ gli elementi che ne determinano la concretizzazione avuto riferimento a ciò che rappresentano [strumento sottostante]:

- a) azioni dell'emittente;
- b) strumenti finanziari partecipativi dell'emittente;
- c) titoli di debito dell'emittente.

Per entrambe le ipotesi, in caso di ITO, l'Ente Blockchain deve presentare un documento tecnico (Whitepaper)¹⁰¹ contenente le informazioni previste nell'allegato B del Decreto, aventi contenuto differenziato – più ampio e dettagliato – per i Token di Investimento. L'art. 10 (Regole di offerta comuni) contiene indicazioni per la redazione e termini di sua presentazione - anche preventiva, all'Autorità - inclusa la redazione di una sua Nota di Sintesi che fornisca le informazioni chiave, concisamente e con linguaggio non tecnico nella lingua in cui il Whitepaper è stato in origine redatto.

Un aspetto che si sottolinea in quanto non secondario, rispetto alle diverse prospettazioni dianzi considerate, è la pressoché non considerazione delle Trading Venue / Depositari delle Chiavi Pubbliche e Private relativamente ai quali, in termini generici (supra), l'Ente Blockchain indica “tipo di Blockchain utilizzata”. Attesa la rilevanza che una simile struttura / sistema / Registro assume nei confronti degli investitori – sia in sede di Offerta che di eventuale successiva circolazione -, parrebbe legittimo ritenere come l'Autorità preposta esegua anche, su tale elemento, una valutazione di merito.

Viene espressamente previsto come: a) l'offerta di token o l'ammissione allo scambio di token fuori dal territorio della Repubblica di San Marino siano soggetti alle leggi del Paese in cui tale offerta o tale ammissione viene svolta, e b) gli Enti Blockchain, che intendano emettere token di investimento, siano comunque soggetti ai limiti all'emissione previsti nella normativa del Paese in cui abbiano sede legale.

Uno sguardo alle Cartolarizzazioni

La materia può interessare l'istituto della Cartolarizzazione secondo due distinte visuali, in ragione della posizione che verrebbe ad assumere la SPV (SSPE)¹⁰² ovvero l'Issuer se diverso dalla prima¹⁰³.

¹⁰⁰ Definizione non utilizzata per i Token di Utilizzo, ai quali la Norma riconduce al concetto di voucher per l'acquisto di servizi o di beni” (supra).

¹⁰¹ Definito “un documento semplificato rispetto al Prospetto, contenente tutte le informazioni pertinenti, come meglio specificato nell'Allegato B, sia con riguardo ai token di utilizzo che ai token di investimento, riguardanti, inter alia, l'emittente e i token oggetto dell'offerta, la Blockchain su cui sono stati creati, nonché gli elementi essenziali della stessa”.

¹⁰² Nell'acronimo previsto dal Regolamento (EU) 2402/2017.

¹⁰³ Qui non si considerano l'eventuale tokenizzazione di Titoli di Debito (norma domestica) o Strumenti per il funding emessi ai sensi del Regolamento (EU) 2402/2017, escludendosi l'ipotesi di perfezionamento

Quanto alla prima, riconducibile prettamente alla normazione domestica¹⁰⁴ e segnatamente all'art. 1, comma 1-bis della l. 130/1999 in materia di sottoscrizione di *obbligazioni e titoli simili* ovvero cambiali finanziarie, una soluzione positiva apparirebbe *prima facie* ritenersi legittima, eventualmente, alla luce di quanto fin qui esposto e considerato, limitatamente alle ipotesi di configurabilità di Token emessi da Società e riconducibili ai Token di Investimento *quali strumenti finanziari* e, in quanto tali, soggetti alle previsioni MiFID¹⁰⁵. Preliminarmente si consideri l'ipotesi espressa, di esclusione dal novero eleggibile, costituita dai “*titoli rappresentativi del capitale sociale, titoli ibridi e convertibili, da parte della società*”¹⁰⁶ che, tra le altre, parrebbe consentire introduzione all'ipotesi di azioni SICAV di investimento¹⁰⁷ - nei termini in cui l'attribuzione del diritto di un solo voto ai portatori delle azioni diverse da quelle nominative assume, nella pratica, una valenza sostanzialmente irrilevante permanendo principale la natura di investimento finanziario dei rispettivi sottoscrittori-.

Aspetto più rilevante appare la definizione del perimetro dell'accezione *obbligazioni e titoli simili*. Da un lato, anche secondo un'interpretazione esegetica stretta, ferma la riconducibilità alla forma principe di raccolta di fondi delle società per azioni – cui apparirebbe legittimo affiancare i titoli di debito emettibili dalle società a responsabilità limitata¹⁰⁸ -, soccorre quanto contenuto, pur se con finalità di regolamentazione fiscale, nella Circolare dell'Agenzia Entrate n. 4/E del 6 marzo 2013¹⁰⁹. Partendo dalla definizione che di obbligazione fornisce l'art. 2411, primo e secondo comma, del codice civile, quale incorporante un'operazione in forza di cui il suo sottoscrittore ha diritto alla restituzione della somma mutuata, maggiorata di una remunerazione pattuita, richiama

del funding mediante token riconducibili a strumenti finanziari cui, atteso quanto espresso dalle Autorità Comunitarie, verrebbe ad applicarsi la normativa MiFID ricadendosi, di conseguenza, nell'ambito di applicazione delle varie rispettive previsioni.

¹⁰⁴ In quanto si tratti di emissione mono-trance, non ricadente nell'applicazione – secondo l'interpretazione che qui si sostiene quanto al perimetro sostanziale di applicazione del Regolamento (EU) 2402/2017- del Framework Comunitario che, secondo la sua definizione di cartolarizzazioni non appare lasciare introduzione alla sua applicazione a talune modalità ed operatività previste e regolamentate dal quadro normativo domestico.

¹⁰⁵ Ricorrendo l'applicabilità dell'art. 2, comma terzo, in caso di offerta ad investitori professionali dei titoli emessi, a sua volta, dalla SPV per il relativo funding.

¹⁰⁶ Si consideri, peraltro, l'eccezione a tale esclusione costituita dal terzo comma dell'art. 7.1 della l. 130/1999 ove ne consente l'acquisizione o la sottoscrizione di azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti del cedente e concedere finanziamenti al fine di migliorare le prospettive di recupero dei crediti oggetto di cessione e di favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto.

¹⁰⁷ Diverse da quelle costituenti il capitale sociale ai sensi del combinato disposto degli artt. 15 e 35-bis, comma 1, lettera c) nonché 35-quater commi 4 e 6 del Testo Unico Finanza.

¹⁰⁸ Ai fini che qui possono rilevare, ferme le peculiarità che contraddistinguono l'istituto, in particolare quanto ai limiti di loro sottoscrizione e vincoli alla circolazione.

¹⁰⁹ Avuto riferimento alla tassazione da applicarsi alle obbligazioni e titoli simili emesse “*da parte di società non quotate, diverse dalle banche e dalle micro-imprese come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, ... che prevedono clausole di partecipazione agli utili d'impresa e di subordinazione ... obbligazioni e di titoli di debito da parte delle società di progetto (c.d. project bond)*”.

l'attenzione, tra le altre, al terzo comma della disposizione codicistica che estende l'applicazione della Sezione VII "Delle Obbligazioni" agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società. Considerando come l'unico patrimonio, nella maggioranza dei casi, della Società di Cartolarizzazione sia costituito dai crediti oggetto di cartolarizzazione il cui recupero, a loro, volta, determinano la percentuale ed i termini temporali di soddisfacimento degli strumenti emessi, tale condizione apparirebbe soddisfatta ove: a) il token sia riconducibile al token di investimento "strumento finanziario" secondo le indicazioni dell'ESMA, b) il patrimonio sottostante sia costituito da crediti "eligibili" ben identificati, c) sia previsto un Framework contrattuale secondo la best practice riscontrabile sul mercato delle cartolarizzazioni bancarie¹¹⁰, in particolare quanto agli aspetti gestionali dei crediti, d) il DLT di riferimento nonché la struttura di servicing e gestione siano riconosciute dallo, o comunque approvate ovvero in linea con le previsioni dello, Ordinamento di riferimento della SPV – per assicurare la necessaria conformità normativa, all'Operazione di Cartolarizzazione nel suo complesso, proprio per gli aspetti costituenti l'elemento sostanziale e fondante l'Operazione stessa -, e) ove applicabili sia assicurato il rispetto delle previsioni (informative, etc.) previste per gli strumenti finanziari compresi i limiti di offerta previsti nel Prospetto Informativo.

Passando alla seconda, riconducibile alle modalità cui la SPV può fare ricorso per il relativo funding, si osserva come la l. 130/1999 non riconduce i titoli emettendi – dalla SPV o terzo soggetto appositamente costituito – ad uno specifico tra quelli già previsti dall'Ordinamento salvo definire, al primo comma dell'art. 2, la loro riconducibilità al novero degli strumenti finanziari stabilendo, altresì quale conseguenza logica, l'applicazione agli stessi delle disposizioni del T.U.F. Appare quindi legittimo ritenere che il Legislatore abbia lasciato alla SPV Emittente una qualche libertà di forma, ferma la loro riconducibilità agli strumenti finanziari come previsti dal T.U.F. in ragione della loro collocabilità e successiva, pur eventuale, circolazione¹¹¹. Un riferimento, eventualmente, si può fare ai *titoli di debito*, qualificati valori mobiliari – art. 1, comma 1-bis, lettera b) del T.U.F. - e, quindi, strumenti finanziari - allegato I, Sezione C, ai sensi dell'art. 1, comma 2 del T.U.F. -.

Una questione, a se stante, potrebbe identificarsi nell'ipotesi in cui i "finanziatori" della SPV siano soggetti i quali, con riferimento ad un'Operazione che preveda il pagamento del Prezzo a scadenze predefinite, si costituiscano garanti del pagamento del Prezzo stesso dietro riconoscimento di quanto la SPV andrà ad incassare, tempo per tempo, a valere dei crediti in portafoglio. I relativi Titoli, ove non definibili "strumenti finanziari" nei termini dianzi considerati potrebbero, eventualmente, essere ricondotti ad un documento di

¹¹⁰ Atteso l'elevato livello strutturale che contraddistingue le operazioni aventi ad oggetto crediti riconducibili a tale settore, pur con tutte le necessarie personalizzazioni determinate dalle peculiarità del caso specifico, senza che con ciò si vengano a ridurre le tutele e le garanzie per i portatori dei titoli emettendi dalla SPV.

¹¹¹ Quanto detto considerando come la definizione di strumento finanziario non possa essere lasciata alla volontà e discrezionalità delle Parti, atteso l'elencazione normativa tassativa.

legittimazione incorporante, in capo al suo legittimo portatore, un diritto di incasso di somme – non certe, bensì dipendenti dall’andamento ed entità dei recuperi - ed obbligo al riconoscimento di altre viceversa definite e corrispondenti al previsto Piano di Ammortamento Pagamento Prezzo¹¹².

Considerazioni finali

Come ben sottolineato dalle Autorità Comunitarie restano aperte varie questioni, non secondarie, in materia di AML, tutela degli investitori, tracciabilità dei flussi ed identificabilità dei titolari dei diritti derivanti dai Token i cui rischi, almeno parzialmente, parrebbero trovare mitigazione nella volontà di regolamentazione del sistema nel suo complesso lasciando aperti, comunque, aspetti quali la non sempre identificazione del *sottostante* i Token (contenuto, forma, termine di gestione, realizzabilità), liquidabilità di quello che, in ogni caso, può essere avvertito dagli aderenti all’iniziativa, anche se diversa da quella riconducibile agli istituti previsti e regolati dalla MiFID, quale forma di investimento. Non possono, infine, non condividersi le cautele ed attenzioni che contraddistinguono gli interventi, fin qui spiegati, delle Autorità Comunitarie nonché l’impostazione seguita negli “attenti” ambiti domestici.

Atteso tutto quanto sopra, ed in particolare la natura dei attribuibile Crypto Asset nei termini come dianzi delineati, nonché la gestione dei rispettivi Token in materia effetti pregiudizievoli derivanti dalla gestione e dal rischio di perdita della Password Personale, appaiono rilevarsi ampi spazi di rischiosità per gli Intermediari Finanziari che intendessero, presso la rispettiva clientela, promuovere / gestire / procedere con l’esecuzione delle operazioni contabili di acquisto attesi le attuali e significative criticità / rischi connaturati ad una simile operatività, ove non opportunamente regolamentata dall’Ordinamento di riferimento, soprattutto qualora tale attività costituisca elemento ovvero effetto diretto di un’operazione di disinvestimento di strumenti finanziari così come di investimento di liquidità disponibili.

¹¹² Con facoltà di riconoscimento alla SPV del differenziale, peraltro in termini contrattuali tali da legittimamente non ricondurre il “token” ad un derivato il che, per converso, lo farebbe rientrare nell’ambito degli strumenti finanziari.