

Marco Cian

# La nozione di criptoattività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno

(doi: 10.4478/106700)

Osservatorio del diritto civile e commerciale (ISSN 2281-2628)

Fascicolo Speciale, settembre 2022

**Ente di afferenza:**

()

Copyright © by Società editrice il Mulino, Bologna. Tutti i diritti sono riservati.

Per altre informazioni si veda <https://www.rivisteweb.it>

## Licenza d'uso

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

# La nozione di criptoattività nella prospettiva del MiCAR

Dallo strumento finanziario al *token*, e ritorno

Marco Cian

The Notion of Crypto-Asset in the MiCAR Perspective: From Financial Instrument to Token, and Back Again

This paper aims to study tokens' legal status in the light of the European Commission's proposal for the Regulation Markets in Crypto-assets (abbreviated as MiCAR). Because they are not tangible, digital assets have many different features to traditional assets. Their unique qualities mean that many digital assets do not fit easily into current categories or definitions. While trying to reduce fragmentation, the MiCAR aims at creating an EU framework for crypto assets that fall outside the scope of existing EU financial regulation. But the question is: do tokens substantially differ from «financial instruments»? This paper argues that sometimes it might prove to be a distinction without a difference.

Keywords: Cryptoassets, Financial Instruments, Utility Token, E-Money Token.

## 1. Una confusa *summa divisio*

Si trova nel testo della proposta di Regolamento UE sui mercati delle criptoattività<sup>1</sup> una coppia di disposizioni piuttosto significativa. Il tratto comune ad entrambe è la richiesta all'emittente dei *token*, proprio in occasione dell'emissione, di dichiararne l'irriconducibilità alla categoria degli strumenti finanziari. In un caso (per i *token* non correlati, tra cui sono annoverati gli *utility*), l'attestazione consiste nell'enunciazione, da parte dello stesso emittente, dei motivi a supporto di tale irriconducibilità (art. 7, par 3); in un altro caso (per gli *asset-referenced token*), è richiesto di presentare un «parere giuridico» al riguardo (art. 16, par. 2, lett. d).

*Lo scritto riproduce, con qualche modifica e integrazione, il testo della relazione presentata al convegno La nuova disciplina europea dei mercati digitali: nuovi paradigmi dell'autonomia contrattuale, svoltosi a Milano il 14 e 15 settembre 2022. Il contributo, oltre ad alcuni richiami di letteratura e giurisprudenza su specifici profili, contenuti nelle note, è corredato in calce da una bibliografia minimale di carattere generale; per un quadro aggiornato e completo, anche comparatistico, v. il recente volume di C. Sandei, i cui estremi sono colà riportati.*

<sup>1</sup> Lo studio si basa sul testo della proposta di Regolamento del 24 settembre 2020; dell'ulteriore versione della proposta, resa nota nell'ottobre 2022, non si è potuto tenere conto.

Le due disposizioni trovano fondamento nel principio per cui il Regolamento è destinato a valere solo per le cryptoattività non qualificabili come strumenti finanziari (art. 2, par. 2, lett. a). Tutti i fenomeni cui esso si rivolge e tutto l'apparato di regole che esso detta sono pensati come collocati all'esterno della galassia dei mercati, dei servizi e dei prodotti finanziari nel senso consueto del termine (che è quello della direttiva 2014/65/UE, dove gli strumenti finanziari sono definiti). La logica di quella coppia di norme è dunque ben chiara. Tuttavia, esse sembrano lasciar trasparire una involontaria confessione di fragilità dell'architettura concettuale su cui la nuova disciplina poggia e il riconoscimento della sostanziale fluidità dei confini che ne separano l'ambito applicativo da quello dei mercati tradizionali. Affidare agli operatori e più ancora all'esito di una sorta di parere *pro veritate*, in sede di applicazione della disciplina stessa, il compito di argomentare le ragioni per cui il prodotto di volta in volta immesso nel mercato dovrebbe essere considerato diverso da una *security* è indice dell'insufficienza del quadro definitorio normativo e della labilità dei contorni delle fattispecie che esso traccia.

In effetti, la variabilità di contenuti, funzioni, destinatari, contesti di emissione, contesti di circolazione, caratteristiche, che i *token* oggetto del MiCAR possono manifestare è tale che i punti di contatto con la galassia finanziaria non-crypto sono numerosi. Il compito che, dunque, il legislatore scarica su operatori e professionisti rischia di trasformarsi in un cemento non raramente disagevole.

Ma è giusto procedere con ordine.

Il Regolamento assume a proprio cardine la nozione di cryptoattività (art. 3, par. 2, n. 2). È questa che sta al vertice di tutto. Essa è costruita esclusivamente attorno alla veste documentale del *token*: il *token* è infatti la «rappresentazione digitale» che si avvale della DLT (o di tecnologia simile); l'oggetto della documentazione (ciò che è rappresentato: il «valore» o il «diritto») occupa una posizione quasi di retroguardia nella connotazione della fattispecie.

All'interno di questa figura si traccia poi la *summa divisio* che è destinata a strutturare la disciplina dei «diritti» e «valori» secondo uno schema bipartito: le cryptoattività che sono strumenti finanziari<sup>2</sup>, da un lato, quelle

<sup>2</sup> Sotto questo profilo la versione italiana ricorre talvolta ad un'espressione inutilmente sfuocata: ad es. nell'art. 16, a proposito del parere che l'emittente di *asset-referenced token* deve procurare circa la non «assimilabilità» del medesimo ad uno strumento finanziario (e v. pure il Considerando 3: «Alcune crypto-attività sono assimilabili a strumenti finanziari»). In realtà il problema non è di assimilazione o non assimilazione, ma se il *token* è o non è uno strumento finanziario. In termini semanticamente più coerenti si esprimono altre disposizioni, quali l'art. 3 (il Regolamento non si applica ai *token* che «rientrano nella definizione» di *securities*), o l'art. 7 (a proposito dei motivi per i quali l'emittente dichiara che i propri *token* di utilità «non devono essere considerat[i]» uno strumento finanziario). Versioni in altre lingue ufficiali dell'Unione

che non lo sono, dall'altro. Le prime sono attratte nell'area di applicazione del diritto «comune» (se ci si passa questa espressione vagamente conservatrice) dei mercati (cui poi si aggiungono sezioni disciplinari *ad hoc*, come per il Regolamento Pilot, che sperimenta, agevolandone l'istituzione, formule specifiche di mercati secondari basate sui registri distribuiti); alle seconde è dedicata (nel MiCAR, per l'appunto) una disciplina autonoma, anche se ricalcata in buona misura, almeno sul piano dei principi se non per estensione e pervasività, proprio sul diritto «comune».

A valle si introduce una ulteriore segmentazione, fra *token* correlati ad attività, *token* di moneta elettronica e *token* diversi; quest'ultima è la categoria residuale e vi appartengono, come si è detto, gli *utility token*. Questa suddivisione di secondo livello determina una divaricazione parziale della disciplina, in punto emissione o immissione nelle piattaforme di negoziazione. Ma è sul primo livello che si pongono i principali problemi di focalizzazione del perimetro applicativo di questo complesso quadro regolatorio ed è dunque a quella *summa divisio* che è necessario rivolgere l'attenzione. D'altra parte le stesse nozioni di *utility*, *asset-backed* e *e-money* (esse pure piuttosto vaghe, almeno le prime due) ricevono luce da quella di criptoattività non finanziaria, che costituisce dunque anche per questo motivo il fondamento e il vero snodo del sistema.

L'opzione regolatoria adottata con il MiCAR induce a procedere secondo un percorso di andata e ritorno, dalla figura dello strumento finanziario a quella di futura introduzione, per rivedere poi la prima alla luce di quest'ultima. È chiaro infatti che l'innesto nel tessuto normativo di una categoria che ne presuppone una preesistente, ma che, collocata al margine di questa, viene definita in termini autonomi e non solo per differenza, può determinare un riposizionamento dei confini reciproci, che dunque non possono essere considerati un *prius* della ricostruzione ermeneutica.

## 2. Strumenti finanziari, strumenti di pagamento, *commodities* e altri beni

La nozione di strumento finanziario, nella cornice eurounitaria, si basa su tre elementi, per quel che concerne il segmento che più criticamente confina con il fenomeno delle criptoattività (lascerei infatti da parte la galassia dei derivati, i quali hanno una fisionomia che rende più agevole la differenziazione): la finanziarietà, la serialità, la negoziabilità.

parrebbero sotto questo profilo più omogenee. Ad ogni modo la saltuaria vaghezza semantica della formulazione italiana non sembra suscitare particolari problemi interpretativi.

È importante considerare come si declinino o possano declinarsi questi tre elementi, proprio per segnare la linea più avanzata del fronte contro cui le cryptoattività del MiCAR dovrebbero andare a posizionarsi.

Certamente l'aspetto più interessante, in quest'ottica, è quello della finanziarietà. Questa consiste nell'instaurarsi di una relazione tra un impegno di ricchezza (l'investimento, con il rischio correlato) e l'aspettativa di un suo incremento (il rendimento). Essa rappresenta la dimensione funzionale del bene/valore e, nella prospettiva che mi sembra preferibile, può dipendere dalla natura giuridico-economica del medesimo o da una sua caratteristica estrinseca, e precisamente dall'immissione in un mercato in cui esso possa circolare. Ciò che, in ogni caso, è decisivo è la funzione oggettivamente assoluta nel contesto sociale di riferimento, non l'apprezzamento individuale di colui che si interessa al bene/valore. A onor del vero, non esiste una finanziarietà per «natura» in senso proprio, dal momento che, trattandosi della destinazione al soddisfacimento di un bisogno umano, nessuna manifestazione del mondo reale possiede *di per sé* un carattere di questo tipo, essendo sempre l'interesse, e dunque il modo in cui i consociati si rapportano al bene, che ne determina la funzione. Ma può pur sempre essere distinta una finanziarietà dell'*asset* come tale (e allora può parlarsi, sia pure ellitticamente, di finanziarietà intrinseca) e una che non è dell'*asset*, ma che dipende dal contesto in cui esso viene collocato (finanziarietà estrinseca).

Questi assunti portano ad alcune conclusioni potenzialmente significative in ottica MiCAR.

Strumenti finanziari per natura (nell'accezione appena illustrata) sono senz'altro le relazioni finanziarie, che si traducono in rapporti giuridici dai quali scaturisce la pretesa al rendimento (non necessariamente certa nell'*an* e/o nel *quantum*) nei confronti di una controparte: dalla partecipazione in una società al titolo di Stato e via elencando. Le *commodities* non hanno invece natura finanziaria, come non l'hanno i beni immobili, le opere d'arte, i gioielli, i *collectibles*, ecc., perché soddisfano bisogni di tipo diverso; la loro utilità sociale ha cioè carattere non finanziario, ancorché l'interesse individuale nei loro riguardi possa essere determinato dall'attesa di una redditività. È per tale ragione che i servizi relativi alla circolazione di questi beni (ad esempio la gestione di una galleria d'arte o di una agenzia immobiliare) non costituiscono servizi di investimento (spesso non si tratta della sola ragione: può difettare anche il requisito della serialità), indipendentemente dal fatto che chi li esercita enfatizzi le opportunità reddituali offerte dai beni intermediati e dal fatto che chi li acquista non sia mosso che da intenti speculativi.

Allo stesso modo difettano del carattere della finanziarietà i rapporti giuridici aventi ad oggetto la pretesa al conseguimento di un bene o di un servizio, non importa se presente o di futura realizzazione: il credito alla consegna

di un raccolto agricolo, o dei vini di prossima produzione, oppure il credito all'accesso a determinati eventi sportivi. Anche in tal caso l'intento dell'acquirente, che potrebbe essere di puro investimento, non ha alcuna rilevanza.

Tutti questi beni e rapporti possono peraltro assumere una funzione finanziaria in quanto vengano collocati in (o destinati a) un contesto di mercato tale da attribuire alla loro offerta e negoziazione carattere eminentemente speculativo; tale cioè da far prevalere sull'interesse socialmente tipico al godimento un interesse finanziario nel conseguimento del bene stesso. È in questi termini che va letta la posizione assunta dalla Consob nella nota e simbolica vicenda relativa all'offerta di certificati di vini «en primeur»<sup>3</sup>: nella quale l'aspettativa del godimento futuro della bevanda arretrava di fronte all'aspettativa di un incremento del valore della stessa, realizzabile attraverso la vendita del relativo certificato in un mercato secondario almeno potenzialmente consistente. In tali circostanze, il rapporto di prevalenza tra funzione finanziaria e funzione di consumo si rovescia, l'operazione venendo socialmente apprezzata come speculativa e rimanendo viceversa irrilevante il, pur possibile, movente individuale di godimento materiale del bene.

Non può infine escludersi l'eventualità di beni/valori che, pur non consistendo in rapporti giuridici e quindi in un'aspettativa di rendimento nei confronti di una controparte e pur essendo invece oggetto – come un immobile, una scultura o un diamante – di diritti assoluti, altro bisogno non soddisfino se non finanziario e debbano dunque considerarsi *securities* per natura. Proprio in quanto la finanziarietà è funzione della destinazione sociale tipica del bene e non una sua caratteristica fisica (è caratteristica non consustanziale al medesimo, ma impressa ad esso dalla considerazione umana), non si profilano ragioni ontologiche capaci di negare a priori questa eventualità.

In quest'ottica si coglie la rilevanza che l'eccezione presente nella disciplina eurounitaria a proposito degli strumenti di pagamento assume. Gli strumenti di pagamento (tacendo di quelli che esprimono un credito nei confronti di una controparte, come la moneta elettronica) non sono relazioni tra soggetti, ma oggetto di posizioni dominicali, consistenti in cose che oggigiorno non assolvono altra funzione se non quella intermediaria nella circolazione di beni e servizi (quella che si definisce, in modo fuorviante, come moneta priva di valore intrinseco<sup>4</sup>). È vero che il loro acquisto è spesso in concreto

<sup>3</sup> Comunicazioni Consob n. DIS/98082979 del 22 ottobre 1998 e n. DIS/99006197 del 28 gennaio 1999. Più recentemente, sul tema della finanziarietà del prodotto v. Comunicazione Consob n. 0385340/20 del 28 aprile 2020. V. inoltre Cass. 5 febbraio 2013, n. 2736, *Contr.*, 2013, 1105 ss.

<sup>4</sup> La dizione è fuorviante perché il valore (esattamente come la finanziarietà, pur ponendosi evidentemente in una dimensione diversa) è il prodotto di una relazione tra il bene e l'apprezzamento sociale: nessun bene possiede dunque un valore «intrinseco», come propria caratteristica fisica; ogni bene ha un valore che gli viene attribuito dalla comunità. La

realizzato con finalità di investimento, grazie alle reciproche oscillazioni nei tassi di cambio, che consentono di giocare sul relativo andamento; il carattere speculativo della concreta operazione è tuttavia determinato non già dalla destinazione sociale tipica del bene, ma dal movente individuale del singolo investitore, il quale, ponendosi nella prospettiva della propria valuta, è indotto ad investire capitali acquistando una valuta diversa, con l'aspettativa di un corso favorevole del cambio e di un futuro disinvestimento redditizio mediante un'operazione di segno contrario. Non è dunque il denaro come tale capace di assolvere ad una funzione finanziaria (tanto è vero che la valuta propria dell'investitore non può rappresentare per il medesimo un'occasione di investimento), né questa è la sua utilità sociale, ma è solo l'interazione tra una pluralità di valute e il punto di vista finanziario del singolo risparmiatore a permettere la speculazione. L'esclusione normativa degli strumenti di pagamento dal novero degli strumenti finanziari, con la conseguente sottrazione di tutte le operazioni che li riguardano alla disciplina che presiede alle operazioni e ai servizi su questi secondi, esprime perciò null'altro che questa differenza funzionale.

Non è difficile intuire le ragioni per le quali questo essere o non essere «finanziario» di un dato bene/valore è determinante in rapporto al fenomeno delle criptoattività. Che può manifestarsi nelle forme più varie, come relazione giuridica tra soggetti o come oggetto di diritti assoluti; che può avere il contenuto più vario; può avere o non avere un mercato; e può soddisfare i bisogni più diversi. Ma non va anticipato qui quel che sarà oggetto di riflessione più avanti.

Va invece sinteticamente chiuso il cerchio, considerando gli elementi restanti della nozione di strumento finanziario. Ora, della serialità c'è poco da dire, se non che pure questo elemento rileva in rapporto ai *token*, che invero possono presentarsi come *fungible* oppure *non fungible (NFT)*. Quanto alla negoziabilità, la sua sussistenza va ravvisata in un'area che si situa tra gli estremi della semplice trasferibilità giuridica (non sufficiente) e della commerciabilità in una *trading venue* istituzionale (non necessaria);

distinzione tra moneta con e moneta senza valore intrinseco (oro, argento, cereali, ecc. vs. banconote non convertibili o coni di metallo vile) esprime invece una differenza che si situa su tutt'altro piano e precisamente su quello funzionale: la prima è rappresentata dai beni che soddisfano (anche) bisogni umani diversi da quello pecuniario (i cereali nutrono, i metalli preziosi abbelliscono e si sfoggiano), la seconda è rappresentata da beni che non servono se non come denaro e che, se perdessero questa funzione intermediaria (come accaduto per le banconote e monete in lire, quando sono state private del corso legale), non soddisferebbero più alcun interesse, salvo, eventualmente, recuperarne uno come oggetti da collezione o di rilevanza storica. Su questi aspetti mi permetto di rinviare al mio *La criptovaluta – Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, pp. 315 ss.

è cioè negoziabile il bene/valore rispetto al quale sia formato o sia ragionevolmente destinato a formarsi un mercato secondario e che risulti dunque (almeno potenzialmente) liquido<sup>5</sup>. Anche questo carattere della fattispecie si intreccia con la problematica relativa alle criptoattività, che hanno visto progressivamente svilupparsi piattaforme dedicate proprio alla loro circolazione.

### 3. Le criptoattività nella prospettiva del MiCAR: il labile confine della finanziarietà

Si potrebbe a questo punto procedere ad un censimento delle possibili forme di manifestazione del fenomeno *token* e alla loro catalogazione nella prospettiva del diritto «comune» dei mercati (incontrando in questo itinerario orientamenti importanti, anche se probabilmente non del tutto appaganti, come quello assunto dalla Corte di Cassazione a proposito delle piattaforme di scambio di criptovalute<sup>6</sup>). Ma, per le ragioni suesposte, un approccio di questo tipo rischierebbe di rivelarsi sterile, dal momento che la nozione di criptoattività non finanziaria non è costruita per differenza, ma in termini positivi. Della prospettiva introdotta con il MiCAR non si può dunque non tenere conto, per le interferenze che essa potrebbe generare sulla stessa nozione di strumento finanziario.

Per tutte le tipologie di *token* contemplate dal nuovo Regolamento vale anzitutto il principio della neutralità tecnologica (enunciato nel Considerando 6 e, a proposito delle criptoattività, anche nel Regolamento Pilot<sup>7</sup>), che esprime, per certi versi, la filosofia dell'approccio legislativo al fenomeno: la veste documentale (nello specifico, la memorizzazione elettronica tramite DLT: art. 3, par. 1, n. 2) non integra mai l'elemento distintivo della categoria. Ciò implica che la ricerca dei confini tra le due nozioni vada cercata altrove e non c'è dubbio che gli elementi connotanti, nell'accezione tradizionale, la fattispecie dello strumento finanziario rappresentino i termini di riferimento attorno a cui vagliare la consistenza della nuova architettura concettuale.

<sup>5</sup> Su tale concetto rinvio, anche per qualche ulteriore riferimento, a M. Cian, voce *Strumenti finanziari*, in *Diritto online Treccani* (2015), disponibile nel sito [https://www.treccani.it/enciclopedia/strumenti-finanziari\\_\(Diritto-on-line\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/strumenti-finanziari_(Diritto-on-line)/) (accesso: 28 luglio 2022).

<sup>6</sup> Cass. 10 novembre 2021, n. 44337, e soprattutto Cass. 17 settembre 2020, n. 26807, che puntano l'accento sulla reclamizzazione della criptovaluta come opportunità di investimento.

<sup>7</sup> Considerando 9 e 10 Reg. (UE) 2022/858 del 30 maggio 2022.



### 3.1. I *token* di moneta elettronica come strumenti di pagamento

Ora, il ritrovamento degli elementi distintivi riesce verosimilmente abbastanza agevole per i *token* di moneta elettronica. La definizione normativa (art. 3, par. 1, n. 4) fa leva sulla dimensione funzionale e su quella valoriale, che sono, con tutta evidenza, legate tra loro. L'*e-money token* è destinato essenzialmente a servire come «mezzo di scambio» («mezzo di pagamento», secondo la più chiara espressione nel Considerando 9) e mira a conservare un valore stabile attraverso l'ancoraggio («facendo riferimento») ad una moneta avente corso legale.

Il primo requisito rimanda alla funzione tipica del denaro. L'esperienza ha conosciuto però *cryptocurrencies* rispetto alle quali la funzione monetaria ha finito nei fatti per arretrare di fronte al crescere della speculazione, favorita da un'oscillazione del tasso di cambio a doppia e tripla cifra, e quindi per restare assorbita dalla funzione finanziaria [il caso più lampante è certamente quello del *bitcoin*; i servizi che lo riguardano rientrano, oggi come oggi, nel novero dei servizi di investimento non già per il corredo pubblicitario con cui eventualmente ne sia promossa l'offerta – come invece assunto dalla Suprema Corte –, ma per la funzione sociale che oggettivamente e in generale (= tipicamente) esso ha ormai assunto]. Per contenere questo «rischio di deriva finanziaria» della criptovaluta, il Regolamento puntella il requisito funzionale con l'aggancio ad una moneta legale sul piano del valore e con la previsione del diritto del possessore del *token* di ottenere in qualsiasi momento dall'emittente l'equivalente in tale moneta del valore facciale del *token* stesso (art. 44); a cui si aggiunge il divieto di riconoscimento di qualsivoglia interesse o beneficio connesso all'erogazione dei fondi (art. 45), sulla falsariga della disciplina relativa alla moneta elettronica in senso stretto. Per mezzo di questo schema giuridico-economico si persegue l'obiettivo della stabilità del valore e della neutralizzazione di qualsiasi aspettativa di remunerazione del capitale erogato.

In questo quadro, l'*e-money token* rimane estraneo alla categoria degli strumenti finanziari in quanto si tratta di uno strumento di pagamento.

È importante però osservare che i due elementi che lo caratterizzano non sono strutturali. Non è intrinseca la funzione monetaria, che dipende esclusivamente dalla destinazione d'uso del bene, e neppure la stabilità del valore, che dipende dall'andamento del mercato. Non è un caso che la definizione sia costruita sul piano prospettico: *token* di moneta elettronica è quello il cui «scopo» è di intermediazione negli scambi e che «mira» alla stabilizzazione del proprio valore. E questa proiezione, dacché suffragata dalla conformazione giuridico-economica data al bene, è quanto basta in sede di emissione (uno strumento credibilmente di pagamento «in poten-

za», si potrebbe dire). Ma nulla assicura che il *token*, una volta immesso nel mercato, manifesti effettivamente queste caratteristiche e che poi le conservi<sup>8</sup>. In particolare nulla esclude che, attraverso la formazione dei prezzi nelle piattaforme di negoziazione, emergano opportunità di investimento tali da determinare in concreto la maturazione di un interesse finanziario sugli scambi e la sua affermazione rispetto all'interesse prettamente monetario originariamente sollecitato. Va d'altra parte osservato che la stabilità cercata attraverso l'ancoraggio ad una valuta a corso legale è comunque sempre una stabilità relativa, essendo il *token* verosimilmente destinato a risentire delle fluttuazioni del tasso di cambio rispetto alle altre valute. L'esclusione dal novero delle *securities*, che per la moneta legale opera per definizione in quanto si tratta di uno strumento di pagamento *ex lege*, non sembra dunque poter valere con la medesima automaticità quanto ad *asset* che, se sono strumenti di pagamento, lo sono solo di fatto (= *asset* per i quali è concretamente registrabile una funzione sociale tipica di intermediazione negli scambi); cosicché, se di fatto cessano di esserlo (e assumono invece una funzione sociale di natura finanziaria), restano *ex nunc* attratti alla classe delle *securities*. Conseguentemente, quando si tratti dell'ammissione di *token* già emessi ad una piattaforma di negoziazione o dell'erogazione, in relazione ai medesimi, dei servizi per le criptoattività di cui agli artt. 53 ss., il giudizio di sussistenza dei requisiti di stabilità e di non finanziarietà (e in particolare di questo secondo, che assorbe il primo) va tendenzialmente condotto non più in chiave prospettica, ma alla luce della funzione concretamente assolta; con l'eventualità che l'esito possa risultare difforme da quello del giudizio che in un precedente momento storico aveva legittimato l'emissione secondo la disciplina del MiCAR.

### 3.2. I *token* di utilità: il problema della finanziarietà sul piano dei contenuti e sul piano del contesto di mercato

La tracciatura dei confini tra criptoattività non finanziarie e *securities* si fa decisamente più complessa con riguardo al *token* di utilità. Questo (definito nell'art. 3, par. 1, n. 5, come quello che fornisce «l'accesso digitale a un bene o a un servizio, disponibile mediante DLT, e che è accettato solo dall'emittente») rappresenta a onor del vero solo una manifestazione specifica di una

<sup>8</sup> Sulla possibilità che un *token* transiti da o verso la classe dei prodotti finanziari v. (con particolare riguardo ai *token* di utilità, ma il discorso è generalizzabile) C. Sandei, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, 2022, p. 48, in testo e in nota (consultato in dattiloscritto, per la cortesia dell'Autrice).

categoria più ampia, peraltro non definita dal MiCAR se non per sottrazione, quella dei *token* diversi da quelli *asset-backed* e dagli *e-money* e che finisce dunque per avere carattere residuale. La disciplina degli *utility* è dunque la disciplina dei *token* (in questo senso) residuali, con qualche marginale puntualizzazione (come nell'art. 5, par. 5, lett. d, che impone di menzionare nella *white paper* l'eventualità che il bene o servizio promesso non sia reso disponibile, specie nel caso in cui l'emittente abbandoni o fallisca l'attuazione del relativo progetto). Ad ogni modo sono senz'altro gli *utility* a generare le maggiori difficoltà di coordinamento con il diritto «comune» dei mercati e dunque è su di essi che è opportuno portare l'attenzione.

Merita preliminarmente far luce su uno o due aspetti lessicali della definizione, che specie nella versione italiana presta il fianco a qualche opacità.

Anzitutto, l'utilità promessa (il bene o servizio a cui il *token* fornisce l'accesso) non deve essere necessariamente virtuale. La «disponibilità sulla DLT», che la definizione stessa richiama, è riferita al *token*, non all'utilità; la versione tedesca, ad esempio, non lascia spazio ad equivoci. Il punto terminale dell'operazione può dunque consistere anche nella consegna fisica di beni materiali (come le bottiglie di vino che trattò la Consob, nella vicenda dei certificati di vini «en primeur» cui si era accennato – certificati che non erano *token*, ma è irrilevante –), come pure nella fruizione di servizi nel mondo reale (un esempio interessante mi pare rappresentato dai *fan token* di cui la stampa sportiva va dando notizia in questo periodo).

In secondo luogo, il nucleo portante dell'operazione è rappresentato da un diritto di credito nei confronti dell'emittente, che viene *tokenizzato* e la legittimazione al cui esercizio si consegue dunque secondo gli schemi propri della DLT. Non è chiaro perciò per quale ragione il Regolamento si esprima in termini di uno «scambio» fra *token* e bene/servizio atteso (art. 5, par. 5, lett. d; qui l'espressione non è solo della versione italiana); l'atecnicità del lessico non disturberebbe (renderebbe bene l'immagine per cui il compimento del rapporto cancella il documento: il bene è consegnato/il servizio è reso dietro «consegna» del documento), se non fosse che, almeno in linea teorica, un rapporto negoziale *tokenizzabile* potrebbe «incorporare» più diritti esercitabili in momenti diversi o un diritto ad esercizio ripetibile e quindi potrebbe dover sopravvivere sino all'ultimo atto di fruizione del bene/servizio. Per il che, a meno di non voler considerare inclusi fra i *token* soggetti al MiCAR (con buona pace della coerenza funzionale della disciplina...) solo quelli che si potrebbero definire gli *one shot utility*, il concetto di «scambio» evocato dall'art. 5 rimane privo di qualsiasi valore e, sul piano semantico, totalmente errato.

Ciò posto, il problema suscitato dai *token* di utilità quanto alla differenziazione dalle *securities* è determinato essenzialmente dall'elevatissimo tasso della loro versatilità sia sul piano del contenuto della pretesa verso l'emitten-

te, sia sul piano del contesto di mercato in cui sono collocabili. Sotto il primo profilo, va considerata l'eventualità che al diritto al bene/servizio si accompagnino pretese di natura diversa (ad esempio, il diritto alla ricezione di parte dei ricavi realizzati attraverso la vendita a terzi dello stesso servizio) e tali da combinare nell'operazione lo schema funzionale del rapporto di consumo (fruizione di un'utilità contro dazione di un corrispettivo) con quello finanziario (dazione di un capitale contro attesa di un rendimento). Sul piano del contesto di mercato, va considerata l'eventualità che il *token* sia negoziabile.

Sotto il primo profilo, non si rinvencono nel Regolamento disposizioni che esplicitamente escludano una conformazione mista del rapporto quanto ai diritti accordati ai sottoscrittori. A proposito della circolazione, non solo non vi sono nel Regolamento stesso disposizioni ostative, ma l'immissione dell'*utility token* in una piattaforma di negoziazione è anzi apertamente prevista; quindi, il *token* di utilità negoziabile nel mercato secondario è testualmente attratto nell'area coperta dalla nuova disciplina come criptoattività non finanziaria.

Il rischio di frizioni con la disciplina di diritto «comune» riservata alle *securities* è evidente. Mi sembra che, astrattamente, si possano profilare due ipotesi ricostruttive. A seconda dell'una o dell'altra, la linea di confine tra le fattispecie viene a situarsi su una posizione più o meno avanzata.

Se questa è tracciata a livello del contenuto della pretesa (è finanziario – dunque soggetto al diritto «comune» e non al MiCAR – il gettone che accordi a chi lo possiede diritti di carattere remunerativo; non necessariamente crediti pecuniari, anche il diritto a *commodities* facilmente liquidabili assumerebbe carattere finanziario), tutto ciò che sta al coperto di questa linea va considerato non finanziario. Dunque, il *token* che sia, sul piano del contenuto, di pura utilità rimarrebbe dentro al territorio delle criptoattività non finanziarie, quale che sia il contesto di mercato nel quale è collocato: dunque, anche se negoziabile su una o più piattaforme, soggetto ad oscillazioni non trascurabili di valore e perciò diffusamente scambiato con finalità speculative.

Questa ricostruzione è quella verso cui il dato testuale della nuova disciplina (che sotto il profilo definitorio e regolatorio si appunta in effetti sulla sola dimensione contenutistica del *token*) sembrerebbe condurre. In questa prospettiva però la fattispecie della criptoattività non finanziaria verrebbe a conquistare non poco terreno rispetto a quella delle *securities*: la negoziabilità nel mercato non basterebbe (più), infatti, ad attribuire all'*asset* carattere finanziario. E poiché il principio della neutralità tecnologica opera a trecentosessanta gradi, se la negoziabilità da sola non fosse idonea ad integrare il requisito della finanziarietà per i beni/valori *tokenizzati*, non potrebbe integrarlo neppure per i beni/valori non *tokenizzati* (i certificati di vini «en pri-

meur», per intendersi, andrebbero riqualificati); evidenti allora l'interferenza del quadro definitorio di prossima introduzione con quello di diritto «comune», la conseguente ristrutturazione dell'architettura concettuale dell'insieme normativo e l'arretramento della fattispecie delle *securities*, rispetto al perimetro precedente.

La centralità dell'interesse alla tutela degli investitori quale cardine del sistema del diritto dei mercati impone tuttavia di procedere alla delineazione delle fattispecie legislativamente rilevanti rimanendo strettamente aderenti alla tipologia della realtà e quindi alle diverse forme in cui l'interesse finanziario può concretamente manifestarsi, in modo che l'ampiezza e varietà di queste siano misura il più possibile esatta della categoria normativa. Il *token* che sia di utilità per contenuto, ma essenzialmente speculativo per il contesto prospettico o attuale di mercato in cui è inserito, deve pertanto restare incluso nel novero degli strumenti finanziari e viceversa fuori dallo spettro degli *asset* soggetti al MiCAR.

Resta però innegabile che quest'ultimo assume come possibile la formazione di un mercato e l'accesso alle piattaforme per la negoziazione di *utility token* non finanziari. Il discrimine tra finanziarietà e non finanziarietà va dunque ricercato nel ruolo (ancora una volta: prospettico o attuale) della negoziabilità rispetto all'utilità «incorporata» nel gettone: se la prima è meramente ancillare al conseguimento della seconda, il *token* è non finanziario; se è centrale all'operazione, il *token* è qualificabile come *security*. Anche in tal caso, la valutazione va condotta alla luce dell'apprezzamento sociale (attuale o ragionevolmente atteso), non del motivo individuale del singolo consumatore/risparmiatore.

Sarei propenso in questa prospettiva a ricondurre al MiCAR i *fan token* emessi dalle società sportive, rispetto ai quali l'interesse socialmente tipico sotteso alla loro sottoscrizione/acquisto può reputarsi quello alla fruizione del servizio promesso; mentre assegnerei alla disciplina degli strumenti finanziari i *token* che dessero accesso alla proprietà di metalli preziosi estratti dall'emittente e destinati ad essere detenuti nei *caveaux* di un depositario fino all'eventuale richiesta della loro consegna materiale.

È chiaro che una valutazione di questo tenore non è sempre agevole ed è qui che si annida la «trappola» potenziale della dichiarazione di non finanziarietà, a cui il Regolamento chiama l'emittente, esponendolo oltretutto alla responsabilità (estesa al suo organo amministrativo) per inesattezza delle informazioni rilasciate (art. 14)<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> L'evocazione della responsabilità *ex art. 14* MiCAR, in caso di errata qualificazione del *token*, si avvia però in un paradosso: se la qualificazione dichiarata è esatta non c'è (sotto questo profilo) responsabilità; se la qualificazione è inesatta (per essere il *token* da annoverarsi tra gli

In definitiva, un *token* di utilità rimane tale se non accorda, *a latere* del diritto al bene/servizio, alcun diritto di carattere remunerativo e se la sua negoziabilità non assolve una funzione essenzialmente speculativa; al verificarsi dell'una o dell'altra o di entrambe queste circostanze, il *token* viene attratto alla disciplina degli strumenti finanziari.

### 3.3. I *token* collegati ad attività: stabilità del valore vs finanziarietà

È forse ancor più complesso individuare ciò che distingue dallo strumento finanziario l'*asset-backed token*. Sotto certi profili la differenziazione parrebbe persino controintuitiva.

Questa tipologia di gettone è definita dall'art. 3, par. 1, n. 3, in base alla tensione alla stabilizzazione del proprio valore, ottenuta mediante l'ancoraggio («facendo riferimento») ad un paniere di valute a corso legale (non ad una soltanto, dunque, come l'*e-money token*, ma necessariamente ad una combinazione di due o più di esse), ad una o più merci (beni materiali fungibili, quali i metalli e i prodotti agricoli, ed energia<sup>10</sup>) o ad una o più criptoattività (il riferimento essendo verosimilmente da intendere limitato alle sole criptoattività non finanziarie).

L'obiettivo della stabilizzazione è perseguito attraverso un particolare assetto, sul piano patrimoniale e dei contenuti, delle posizioni giuridiche in cui il gettone consiste. Lo schema vincolato sembrerebbe poggiare sui seguenti elementi (art. 32 ss.): la costituzione di un patrimonio (riserva) composto dall'*asset* o dal paniere di *asset* di riferimento; l'attribuzione a ciascuna unità di *token* di un valore «nominale» pari al valore di tale patrimonio, in proporzione al numero dei *token* emessi; il riconoscimento ai possessori dei gettoni di un diritto alla monetizzazione di tale valore, mediante rimborso da parte dell'emittente. Non si esclude che il valore di mercato dei gettoni, in quanto negoziati, possa discostarsi da quello «nominale» ed anche oscillare grandemente; ma la stabilità è recuperata proprio attraverso l'attribuzione non amovibile del diritto al rimborso (art. 35, par. 4; almeno è recuperata in una direzione, cioè quando il valore di mercato scenda – «in misura significativa» – sotto quello «nominale», mentre nell'ipotesi inversa naturalmente nessun investitore sarà propenso a chiedere il rimborso)<sup>11</sup>.

strumenti finanziari), il MiCAR, e con esso l'art. 14, non è applicabile. Ma non sarebbe certamente questo ad impedire di rinvenire altrove il fondamento della responsabilità dell'emittente.

<sup>10</sup> Il MiCAR rimanda alla definizione di «merce» contenuta nel Regolamento delegato (UE) 2017/565 (v. art. 2, par. 6, di quest'ultimo).

<sup>11</sup> A ciò si aggiunge, infine, il divieto di corresponsione di interessi o altri benefici ai possessori dei *token* in ragione del periodo della loro detenzione (art. 36).

Lo schema che si è descritto presenta a onor del vero qualche profilo di flessibilità che rende già di per sé parzialmente fluido il meccanismo di stabilizzazione. In particolare, il diritto al rimborso può essere accordato in sede di emissione non universalmente, bensì selettivamente su basi soggettive, salvo il caso da ultimo menzionato (ancora art. 35, par. 1-4); nell'ipotesi di attribuzione selettiva, non è più garantito al possessore del gettone il disinvestimento al valore «nominale», ma la sola liquidità del *token* attraverso l'acquisto da parte di un intermediario (par. 4). Inoltre, è consentito all'emittente investire, sia pure entro certi limiti (= solo in parte e in strumenti finanziari a rischio minimo), gli *asset* oggetto del patrimonio di riserva (art. 34), così che l'equivalenza tra quest'ultimo e il *benchmark* a cui il *token* è ancorato può rompersi; vero che le fluttuazioni di valore degli strumenti finanziari in cui il patrimonio è investito, rispetto a detto *benchmark*, sono neutralizzate in quanto devono essere assorbite dall'emittente (come ogni provento o perdita derivante dall'investimento: par. 3), ma questo non elimina il rischio di credito dell'emittente; in definitiva, il *token* non rimanda necessariamente (per quota) ad un patrimonio a composizione predeterminata<sup>12</sup>, il che, per l'appunto, rende la stabilizzazione perseguita meno rigida.

Ad ogni modo, e più in generale, la tensione verso quest'ultima non sembra affatto sufficiente ad assicurare la non finanziarietà dell'operazione sottesa ai *token*. La definizione normativa relativa ad essi non fa alcun riferimento alla destinazione d'uso, come invece quella dei gettoni di moneta elettronica. D'altra parte l'assortimento degli *asset* utilizzabili come *benchmark*, pur essendo circoscritto (il Regolamento si guarda dall'includervi qualsiasi genere di strumento finanziario, perché un *token* agganciato ad uno di essi difficilmente potrebbe essere qualificato come qualcosa di diverso da uno strumento finanziario; ed è per tale ragione che il richiamo alle cryptoattività come possibile *asset* di riferimento va inteso come richiamo alle sole cryptoattività non finanziarie), è bastevolmente ampio da comprendere entità su cui si può senza dubbio speculare (a partire dal paniere delle valute, ma soprattutto merci quali l'energia e i prodotti agricoli). Qui dun-

<sup>12</sup> Questo può dirsi a prescindere dalla forma giuridica che è destinata ad assumere la «separazione» del patrimonio di riserva servente ciascuna emissione, rispetto al patrimonio dell'emittente e ai patrimoni di riserva di altre emissioni, a cui fanno riferimento gli artt. 32 e 33 del Regolamento: che il *token* ne «incorpori» la titolarità pro quota, oppure «incorpori» un diritto di credito verso l'emittente, garantito dalle attività di riserva (in termini di «garanzia del valore del *token*» è enunciata la definizione contenuta nell'art. 3, par. 1, n. 21), l'apertura al loro investimento in altri *asset* fa venir meno la rigidità della composizione della riserva (ad una pretesa, ma per l'appunto smentita «ripartizione precisa» delle sue componenti si richiama l'art. 32, par. 4, lett. b), introducendo, come si viene osservando nel testo, un fattore di disallineamento della riserva stessa rispetto al *benchmark*.



que alla finanziarietà possibile per ragioni di negoziabilità e di contesto di mercato, che può far tracimare i *token* di utilità nel territorio delle *securities*, si aggiunge una finanziarietà possibile per ragioni di contenuto. Nuovamente, la rilevanza che la protezione dell'interesse degli investitori assume nel sistema del diritto dei mercati è tale da non consentire di disconoscere, ove si presenti in concreto e assuma carattere socialmente tipico, questa funzione finanziaria dell'*asset-referenced token* e da attrarlo allora alla disciplina degli strumenti finanziari.

Il collocamento all'interno dell'area di applicazione del MiCAR richiede conseguentemente l'innesto di qualche elemento ulteriore, non agevole per la verità da focalizzare e da descrivere in termini generali. Un buon modello parrebbe rappresentato dall'esperienza dei *token* «DIAM» emessi dalla piattaforma diamDEXX<sup>13</sup>: non solo il gettone è collegato ad un portafoglio di diamanti che ne costituiscono il sottostante, ma il suo valore «nominale» è fissato *ex ante* al momento dell'emissione (1 dollaro cadauno, per un totale di 150 milioni di dollari) e non segue l'andamento del prezzo dei preziosi; questa rigida stabilizzazione del valore è resa possibile mediante il costante mantenimento del valore del patrimonio sottostante, il quale viene invece modificato quantitativamente a seconda delle fluttuazioni del prezzo nel mercato dei diamanti (se il prezzo di questi cala vengono immesse più pietre nei *caveaux* e viceversa). Il *token*, in definitiva, non è ancorato ad un *asset*, ma al *valore* dell'*asset*. Il suo possessore ha infine diritto alla conversione del gettone in diamanti, ma sempre in base al valore «nominale» e perciò non potendo mai conseguire una remunerazione del capitale «investito» (fermo il corrispettivo disponibile per la conversione, sempre pari a 1 dollaro per ogni gettone convertito, la quantità di diamanti ricevuta varia a seconda del loro valore istantaneo)<sup>14</sup>.

Gli *asset-referenced token* manifestano in effetti, come categoria generale, una certa ambiguità di funzioni: escluderne la finanziarietà significa escluderne la funzione speculativa e spingerli dunque (non avendo funzione di consumo, come gli *utility*) verso l'area delle criptovalute. La nozione legislativa è però da questo punto di vista sfuggente e poco penetrante e difetta di un elemento implicito non prescindibile. L'alternativa, come già

<sup>13</sup> Il relativo *White paper* è disponibile sul sito [www.diamdexx.com](http://www.diamdexx.com) (accesso: 24 luglio 2021).

<sup>14</sup> Un elemento di finanziarietà parrebbe peraltro registrabile a valle della conversione, giacché il possessore dei *token* può lasciare i diamanti in custodia di un depositario ed eventualmente riconvertirli successivamente ancora in DIAM; l'operazione finisce in tal caso per concludersi non nel godimento delle pietre, ma nella speculazione sull'andamento dei relativi prezzi (per esempio, il numero di *token* riacquistati, fermo il loro valore unitario, è destinato a variare in funzione del valore dei diamanti ceduti, al momento della retroconversione).



per i *token* di utilità, per rimanere aderenti ai soli elementi espressamente qualificanti della fattispecie, sarebbe quella di attrarre nell'area dei MiCAR anche cryptoattività oggettivamente finanziarie e dunque offerte e servizi relativi ad esse (ad esempio, l'offerta di quote di materie prime stoccate e *tokenizzate*); allora, sempre per il principio della neutralità tecnologica, applicato inversamente (dagli *asset* digitali a quelli non digitali), la nozione di strumento finanziario ne uscirebbe specularmente ridimensionata anche al di fuori della DLT.

Respinta questa alternativa, si coglie appieno la criticità della figura e la delicatezza del compito qualificatorio a cui il Regolamento chiama lo stesso emittente attraverso il più volte menzionato parere, che deve corredare la richiesta di autorizzazione all'emissione.

#### **4. Chiudendo il cerchio: negoziabilità e serialità dei *crypto-asset***

Si era ricordato che la nozione di strumento finanziario, nel segmento di maggior interesse per i rapporti con le cryptoattività, include altresì gli elementi della negoziabilità nel mercato dei capitali e della serialità.

A proposito di entrambi sembra esserci poco da dire: i *token* soggetti al MiCAR sono negoziabili (in genere) e serializzati.

Del primo aspetto si è già detto. La negoziabilità non richiede l'ammissione a una *trading venue* istituzionale e d'altra parte il MiCAR istituzionalizza le piattaforme di negoziazione delle cryptoattività. Difficile negare che questo elemento possa dunque essere pienamente integrato.

Quanto alla serialità, essa è esplicitata (come requisito per l'attrazione alla nuova disciplina dell'offerta) per i *token* di utilità (art. 4, par. 2, lett c, che esclude dal relativo ambito di applicazione le cryptoattività «uniche e non fungibili») e mi sembra implicita, per gli *e-money* e gli *asset-referenced token*, nella stessa natura dell'operazione che li genera (e d'altra parte affiorante pure dalle maglie del tessuto normativo: per i gettoni collegati ad attività v. in proposito l'art. 15, par. 3, lett. a). Gli *asset* a cui il MiCAR è destinato sono dunque «categorie» di valori.

Tutto questo riporta esattamente al punto di partenza. La differenza con gli strumenti finanziari, se qualche differenza c'è, va cercata essenzialmente nella dimensione funzionale, cioè sul piano della finanziarietà, con tutto ciò che ne segue e che si è cercato brevemente di illustrare.

## 5. Osservando la carta geografica: una disciplina parafinanziaria per prodotti non finanziari

Il finale è una carta geografica in cui i vecchi confini rimangono immutati. È la nozione di criptoattività del MiCAR che va letta alla luce e nella prospettiva della nozione di strumento finanziario del diritto «comune» dei mercati. Il Regolamento disegna sulla carta una regione nuova, confinante, ma che non invade alcuno degli spazi in precedenza assegnabili alla figura di vecchio conio. Il che d'altra parte è perfettamente coerente con la funzione assolta da quest'ultima e dalla relativa disciplina.

L'architettura concettuale complessiva del diritto dei mercati non è destinata dunque a venire rimodellata dall'avvento della normativa sulla DLT. L'approccio legislativo alla materia è ben espresso nei Considerando dello stesso MiCAR: «Le cripto-attività assimilabili a “strumenti finanziari” quali definiti [...nella] direttiva 2014/65/UE dovrebbero [...] continuare a essere disciplinate dalla vigente legislazione generale dell'Unione, compresa la direttiva 2014/65/UE» (Considerando 6). Espressione inequivoca della volontà – lato mercati finanziari – di conservazione dello *status quo*. Questa ripartizione geografica suscita però qualche perplessità se si considera il tenore della disciplina di futura introduzione. Si tratta, a vedere bene, di una disciplina essenzialmente parafinanziaria, congegnata secondo i principi e gli schemi regolatori che appartengono proprio al diritto degli strumenti finanziari (con tanto di assunzione dell'«equivalenza» tra i rispettivi servizi di intermediazione: art. 2, par. 6); una disciplina costruita per derivazione, si potrebbe dire.

E questo ripropone vigorosamente quel senso di ambiguità che si è detto aleggiare attorno alle nozioni di criptoattività non finanziarie. Se queste si pongono al di qua del confine con le *securities*, perché assoggettarle a un regime normativo ispirato a quello imperante oltre il confine? Il materiale normativo loro dedicato fa riferimento ai «rischi associati all'acquisto delle criptoattività» (art. 59, par. 3, a proposito degli obblighi informativi che gravano sui fornitori dei relativi servizi; art. 73, par. 3 e par. 5), agli «obiettivi e situazione finanziaria» del cliente e alla sua «capacità di sostenere perdite» (che il fornitore del servizio di consulenza deve conoscere: art. 73, par. 3), infine, senza troppi giri di parole, al «denaro investito» (che può andare interamente perduto: art. 73, par. 5) [corsivi miei]. Non sembra vi sia molto da aggiungere.

Queste considerazioni portano tuttavia la riflessione sul terreno della politica legislativa. Probabilmente sarebbe stato preferibile riconoscere che buona parte delle attività *tokenizzate* presentano dei profili di finanziarietà

tali da renderle riconducibili alla fattispecie delle *securities*<sup>15</sup> e dedicare loro un trattamento normativo sperimentale, coerente con tale carattere e tale da costituire un *milieu* idoneo a promuoverne competitivamente la diffusione, in modo ordinato e sotto l'ombrello di adeguati presidi, secondo il modello del regime «pilota» a cui, sempre in materia di DLT, il legislatore europeo è ricorso per i mercati delle azioni e delle obbligazioni *tokenizzate* (il Regolamento Pilot, già citato); senza cercare invece di rintracciare una improbabile differenza con la fattispecie degli strumenti finanziari (che rende fluidi i reciproci confini), per poi peraltro elaborare una disciplina gemella (che rende il senso di questi stessi confini poco comprensibile).

Il difetto del MiCAR, in questo senso, è di oscillare tra inclusività e velleità di differenziazione, sul piano della fattispecie, e di replicare il modello regolatorio proprio dei mercati per un segmento economico che si assume estraneo ai mercati (nell'accezione finanziaria del termine)<sup>16</sup>, sul piano della disciplina.

Così, finisce in qualche modo per essere rinnegato nella sostanza lo stesso principio della neutralità tecnologica. L'impressione finale che si ha osservando la carta geografica è che le popolazioni che occupano i due territori presentino tratti somatici in larga parte sovrapponibili e siano fortemente integrate fra loro, e che ciò che realmente differenzia quella di più recente insediamento rispetto all'altra (= ciò che ha mosso il legislatore all'attribuzione di uno spazio normativo autonomo) sia, in ultima analisi, essenzialmente nient'altro che la veste documentale.

## Nota bibliografica essenziale

Sulla nozione di finanziarietà in generale v. R. Costi, *Il mercato mobiliare*, XII ed., a cura di S. Gilotta, Torino, 2020, pp. 11 ss.; V.V. Chionna, *Le forme dell'investimento finanziario*, Milano, 2008, pp. 253 ss.; Id., *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, p. 2; M. Fratini, *Prodotti finanziari, valori mobiliari e strumenti finanziari*, in *Il Testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, I, Torino,

<sup>15</sup> A onor del vero questo è esattamente l'opposto della premessa da cui il Regolamento muove: v. il Considerando 3 («la maggior parte delle cripto-attività non rientra nell'ambito di applicazione della legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari»), un assunto davvero opinabile.

<sup>16</sup> Che in generale anche quello delle criptoattività non finanziarie sia da intendersi come un «mercato», in effetti, lo esprime la stessa intitolazione del Regolamento; ma, evidentemente, un mercato non finanziario, se la logica distintiva sottesa al Regolamento ha un senso.

2012, *sub art. 1*, pp. 20 ss.; V. Comporti, *La sollecitazione all'investimento*, in *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi, Sandulli e Santoro, Torino, 1999, pp. 552 ss.; A. Niutta, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel TUF aggiornato in base alla Mifid (con il d.lgs. n. 164/2007)*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, pp. 816 ss.; M. Onza, L. Salamone, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 570; le conclusioni esposte nel testo riprendono al riguardo le riflessioni contenute in M. Cian, *La cripto valuta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, pp. 315 ss.

Sul fenomeno dei *token* e sui problemi relativi al loro inquadramento giuridico v. ampiamente C. Sandei, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, 2022; inoltre P. Maume, L. Maute, M. Fromberger, *The Law of Crypto Assets*, München, 2022; G. Gitti, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, I, pp. 13 ss.; D. Masi, *Le criptoattività: proposte di qualificazione giuridica e primi approcci regolatori*, in *Banca Impresa Società*, 2021, 2, pp. 241 ss.; P. Carriere, *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-assets) in una prospettiva societaria*, in *Banca Impresa Società*, 2020, 3, pp. 461 ss.

Nello specifico, sulla proposta del nuovo Regolamento MiCA, v. D.A. Zetsche, F. Annunziata, D. W. Arner, R.P. Buckley, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, EBI Working Paper n. 2020-018 (11-11-2020), disponibile nel sito [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3725395](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3725395) (accesso: 28 luglio 2022); G. Ferrarini, P. Giudici, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: A Market-Based Critique to MiCA*, ECGI Law Working Paper n. 605/2021 (August 2021), disponibile nel sito [http://ssrn.com/abstract\\_id=3914768](http://ssrn.com/abstract_id=3914768) (accesso: 28 luglio 2022).

Marco Cian  
Dipartimento di diritto privato e critica del diritto  
Università di Padova  
Palazzo Bo, via VIII febbraio 2, 35122 Padova  
marco.cian@unipd.it  
Orcid: 0000-0001-9049-4830

