DIRITTO COMMERCIALE DIGITALE

II 1, 2025

Edizioni Scientifiche Italiane

Diritto commerciale digitale
Rivista semestrale

Comitato di direzione
Paolo Revigliono (Responsabile), Antonio Cetra, Francesco Fimmanò, Peter Kindler, Nicola Riccardelli, Mario Stella Richter.

Comitato scientifico e di valutazione
Carlo Angelici, Oreste Cagnasso, Ilaria Capelli, Francesco Casale, Daniela Caterino, Maurizio Cavanna, Nicoletta Ciocca, Alessandro Cogo, Silvia Corso, Monica Cossu, Emanuele Cusa, Giacomo D'Attorre, Annamaria Dentamaro, Michele de Mari, Ivan Demuro , Valerio Ficari, Antonio Fici, Giusella Finocchiaro, Andrea Fusaro, Maura Garcea, Giuseppe Guizzi, Carlo Ibba, Raffaele Lener, Elisabetta Loffredo, Giorgio Marasà, Laura Marchegiani, Pietro Masi, Giorgio Meo, Gianni Mignone, Florian Moeslein, Gian Domenico Mosco, Giuseppina L. Nigro, Guido Noto La Diega, Gustavo Olivieri, Maurizio Onza, Alessandra Paolini, Paolo Rainelli, Roberto Ranucci, Giuseppe Rescio, Rosaria Romano, Giuseppe Rossi, Luigi Salamone, Claudia Sandei, Giulio Sandrelli, Daniele Umberto Santosuosso, Laura Schiuma, Maurizio Sciuto, Paolo Spada, Marco Speranzin, Marina Spiotta, Marco Saverio Spolidoro, Manuela Tola, Francesca Vessia.

Comitato di redazione
Rossella Rivaro (Coordinatrice), Fabrizio Abrate, Sara Addamo, Emiliana Cicatelli, Riccardo Fava, Rocco Guglielmo, Angelo Mambriani, Flaminia Marasà, Nicolò Muciaccia, Maria Lucia Passador, Mario Passaretta, Francesco Paolo Petrera, Andrea Petteruti, Guido Romano, Francesco Spinello, Gianluca Tarantino.

SOMMARIO

PARTE PRIMA

Michele De Mari, *Le cripto-attività tra unità e molteplicità* 1

Emiliana Cicatelli, Fit and proper assessment *degli esponenti bancari e automazione dei processi valutativi* 25

Fabrizio Abrate, *Il consiglio d'amministrazione e l'intelligenza artificiale tra il c.d.* black box algorithm *(ed altri ostacoli) e la* business judgment rule*:* quid iuris *della responsabilità degli amministratori?* 43

Giuseppe Rossi, *Note sparse sull'*AI act *europeo* 67

Francesco Spinello, E-sports, gamers *e* influencers*: prime riflessioni in ordine alla qualificazione e alla disciplina dei redditi prodotti dai creatori di contenuti digitali* 89

Paolo Smirne, *Il documento informatico e l'atto costitutivo digitale in presenza delle società di capitali* 129

PARTE SECONDA

Riccardo Fava, *L'*influencer*, un imprenditore commerciale digitale? Commento a Trib. Roma 4/03/2024* 149

PARTE TERZA

Lorenzo Berto, *I contratti di* cloud computing *e l'attualità del contratto di appalto* 185

Parte prima

LE CRIPTO-ATTIVITÀ TRA UNITÀ E MOLTEPLICITÀ

Michele de Mari

Sommario: 1. Argomento. – 2 Origini delle cripto-attività nella tipologia del reale: le cripto-valute. – 3. Le altre cripto-attività diverse dalle cripto-valute. – 4. Primi tentativi di inquadramento delle cripto-attività e regolamentazione MiCAr. – 5. La tassonomia normativa Ue delle cripto-attività. 6. Eterogeneità delle cripto-attività e fattispecie aperta.

1. Non è necessario soffermarsi a sottolineare la rilevanza, sempre più importante, che le tecnologie a registro distribuito (DLT)[1], tra le quali vi è la *blockchain*, hanno assunto (e continuano ad assumere) nella realtà empirica; né è d'uopo rimarcare che queste tecnologie non si limitano più alla sola gestione delle transazioni attraverso un registro contenente dati e informazioni in maniera aperta, condivisa e distribuita senza la necessità di un'entità centrale di controllo e verifica, ma si estendono – come osservato dagli esperti del settore – ad ulteriori e diverse tipologie di applicazioni innovative che vanno dall'*Internet of Value*, alla *Blockchain for Business*, al *Decentralized web*[2].

Può, tuttavia, essere interessante ribadire, pur semplificando al massimo il discorso, come una delle principali applicazioni della DLT sia rappresentata dalle cc.dd. *cripto-attività* che, or non è molto, hanno acquisito una dimensione normativa tutt'altro che secondaria, dopo essere emerse sul piano della tipicità sociale. Sicché per il giurista può essere di qualche utilità conoscitiva ed applicativa avvicinarsi a questa fattispecie dai contorni ancora incerti ed inesplorati, non solo per tentarne un inquadra-

[1] Secondo il legislatore italiano le *tecnologie basate sui registri distribuiti* sono «le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturalmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati, sia in chiaro sia ulteriormente protetti da crittografia, verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili» (art. 8-*ter*, d.l. n. 135/18, convertito in legge, con modificazioni, dall'art. 1, co. 1, L. 11 febbraio 2019, n. 12).

[2] Per una indicazione dettagliata di queste categorie, cfr. Osservatorio Blockchain & Web3 del Politecnico di Milano, *La Blockchain spiegata in maniera semplice: cos'è e applicazioni*, in *blogosservatori.net* (gennaio 2024).

© Edizioni Scientifiche Italiane ISSN 3035-3238

mento giuridico, ma anche per cogliere gli aspetti riflessi e di ritorno che questa può avere su istituti già noti e ad essa affini.

Senza poter ora soffermare l'attenzione sull'ulteriore profilo (che esula dalle presenti considerazioni), secondo cui l'inquadramento preliminare delle diverse tipologie di cripto-attività è indispensabile ai fini dell'individuazione della disciplina applicabile che, come si può qui solo accennare, è tutt'altro che uniforme e, anzi, varia in ragione della specifica cripto-attività considerata.

Non si può, già in via di primissima approssimazione, non interrogarsi, da un lato, sull'ampiezza del sintagma "cripto-attività", e, dall'altro, sull'ambiguità e sulla stessa correttezza semantica del termine; e ciò, non tanto perché ci si riferisce ad attività-cripto, ossia nascoste (o meglio, "crittografate"), nel senso che sono visibili e utilizzabili solo se si dispone di uno specifico codice informatico di accesso, quanto per il rinvio generico al termine *attività*, al quale, come si sa, la cultura gius-commercialistica contemporanea assegna il significato di «comportamento che si presta ad essere scomposto in una pluralità di segmenti comportamentali unitariamente pensabili in funzione di un risultato (o di uno scopo che altro non è che un risultato programmato)»[3].

L'espressione è evidentemente mutuata dalla traduzione letterale del termine inglese *crypto-asset* (dove l'*asset* individua ogni entità materiale o immateriale suscettibile di valutazione economica), ma, invero, identifica – come si avrà modo di illustrare meglio più avanti – cripto-strumenti digitali rappresentativi di posizioni giuridiche varie, più che vere e proprie cripto-attività[4].

Tuttavia, l'emersione delle cripto-attività non può essere ben compresa se non muovendo, seppure solo per rapidi richiami, dalle origini del fenomeno nella tipologia del reale.

Solo dopo aver compiuto questo passaggio, si potrà provare a delineare una mappa della tassonomia delle cripto-attività sul piano delle regole eurounitarie come emergente non solo dalla nuova normativa c.d. MiCAr (*Markets in Crypto-Assets Regulation*, Reg. Ue 2023/1114 del 31 mag-

[3] Così, per tutti, P. Spada, *Diritto commerciale. I. parte Generale (Storia, Lessico e Istituti)*, 2a edizione, Padova, 2009, p. 48 ss.

[4] Ancorché il termine cripto-attività sia quello (per lo più) utilizzato dalla normativa, qui, in luogo di questo, si userà, indifferentemente, anche il termine "token" (gettone) che, a rigore, individua gli *asset* digitali basati su *blockchain* che rappresentano beni o diritti "non nativi" all'interno della piattaforma, per questa accezione cfr. V. Portale, F. Bruschi e G. Vella, *Una introduzione a blockchain, web3 e crypto-asset*, F. Annunziata e A. Sciarrone Alibrandi (a cura di), *Cripto-attività*, Bologna, 2024, p. 38. Sia detto sin d'ora che, nel Reg. MiCAr (v. *infra*), i termini token e cripto-attività sono comunque utilizzati come sinonimi.

ISSN 3035-3238 © Edizioni Scientifiche Italiane

gio 2023), recepita nel nostro ordinamento nazionale dal D.lgs. 5 settembre 2024, n. 129, cd. "*Decreto Cripto-valute*", ma anche dall'esistenza di token non tratteggiati da MiCAr o comunque esterni al suo perimetro di applicazione.

E, da ultimo, si potrà tentare di svolgere qualche riflessione sull'unità e, invero, sulla molteplicità delle cripto-attività sul piano del loro contenuto e della funzione economico-sociale dalle stesse assolte e sulla difficoltà, in definitiva, ad inquadrarle in un tipo normativo unitario.

2. Se si condividono questi primissimi spunti, diviene allora decisivo ribadire, anzitutto, che il tema delle cripto-attività è strettamente collegato a quello della *blockchain* che, come anticipato, è una delle tecnologie basate sui c.dd. "registri distribuiti" (*Distributed Ledger Technologies*, in acronimo DLT)[5]. Anzi, le cripto-attività, come si diceva, sono l'originaria e più rilevante applicazione della DLT e funzionano grazie a questa tecnologia che, semplificando il discorso, possiamo considerare come una sorta di registro pubblico nel quale le transazioni tra due parti aventi ad oggetto cripto-attività vengono effettuate e registrate in modo sicuro, verificabile e permanente[6].

Tanto nella *blockchain* quanto nella DLT le transazioni vengono convalidate attraverso un algoritmo di consenso (che presuppone la soluzione di complessi ed energivori calcoli matematici) e vengono crittografate mediante la funzione di *hash* che rende incontrovertibile l'operazione.

In principio le cripto-attività erano identificate essenzialmente con le cripto-valute.

Tutti oramai sanno infatti che nel 2008 è stato creato il protocollo *Bitcoin* da un anonimo inventore (l'enigmatico Satoshi Nakamoto)[7]: una cripto-valuta (*species*, appunto, del più ampio genere delle cripto-attività) – generata attraverso un procedimento di "estrazione" (c.d. *mining*, ossia una attività computazionale che porta alla estrazione di nuovi bitcoin),

[5] La tecnologia *DLT* è da intendersi come categoria più ampia nell'ambito della quale si è sviluppata la tecnologia *blockchain*. La Risoluzione del Parlamento europeo del 3 ottobre 2018 sulle tecnologie di registro distribuito e *blockchain* 2017/2772(RSP) già precisava, infatti, che «la blockchain è solo uno dei vari tipi di DLT; […] alcune soluzioni DLT memorizzano tutte le singole transazioni in blocchi collegati tra di loro in ordine cronologico per creare una catena che garantisce la sicurezza e l'integrità dei dati».

[6] Vedi *supra* nt. 1.

[7] S. Nakamoto, *Bitcoin: A Peer-to-Peer electronic Cash System*, 2008, leggibile in *bitcoin.org*. Satoshi Nakamoto, con ogni probabilità, è lo pseudonimo dell'ideatore della cripto-valuta *bitcoin*. Sull'origine misteriosa di questo personaggio esistono numerose teorie e ampia letteratura, cfr., per tutti, G.L. Comandini, *L'uomo più ricco del mondo*, Milano, 2022, *passim*.

© Edizioni Scientifiche Italiane ISSN 3035-3238

non quindi espressione di una corrispondente valuta reale – che si basa essenzialmente sulla crittografia e sulla tecnologia decentrata *blockchain*, il cui valore (altamente volatile) è determinato unicamente dalla leva tra domanda e offerta[8].

Il bitcoin – come è stato osservato – non esprime, infatti, alcun diritto nei confronti di chicchesia, ma solo un dato numerico ed un valore economico che è incorporato nel dato elettronico[9].

Cripto-valuta decentrata – dove gli intermediari bancari e finanziari non sono più al centro della certificazione dell'esistenza e dei trasferimenti della stessa, sostituiti appunto dagli automatismi delle reti DLT – che, da un punto di vista giuridico, non può considerarsi né come moneta fiduciaria avente corso legale emessa da una banca centrale[10], né come moneta bancaria o scritturale (ossia assegni bancari e circolari, bonifici), né come moneta elettronica[11].

[8] Le c.dd. "valute virtuali", tra le quali rientra il bitcoin, sono state definite ai soli fini dell'antiriciclaggio come «rappresentazioni digitali di valore, non emesse né garantite da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegate a una valuta avente corso legale, utilizzate come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferite, archiviate e negoziate elettronicamente" (art. 1, comma 2, lett. qq, d.lg. 21 novembre 2007, n. 231 c.s.m.). La nozione di cripto-valuta, con la finalità di contrasto al riciclaggio e al finanziamento al terrorismo, può quindi ricomprendere gli *asset* riconducibili alla nozione di bene (art. 810 c.c.), agli strumenti finanziari (art. 1, co. 2, TUF), ai prodotti finanziari (art. 1, co. 1, lett. u, TUF) e agli strumenti di pagamento (art. 1, co. 1, lett. s, d.lg. 27 gennaio 2020, n. 11). Cfr. A. Conso, R. Ferretti e P.R. Amendola, *Valute virtuali e antiriciclaggio*, in *Riv. guardia fin.*, 2020, p. 795 ss.

[9] M. Cian e C. Sandei, *Le cripto-attività: spunti per un inquadramento concettuale e disciplinare*, F. Annunziata e A. Sciarrone Alibrandi (a cura di), *Cripto-attività*, Bologna, 2024, p. 232 s.

[10] Le monete (o valute) tradizionali, come è noto, assolvono alle tre funzioni tipiche di: 1) unità di conto; 2) mezzo di scambio; 3) riserva di valore. Si ammette invece che le valute virtuali possano fungere, su base volontaria, da mezzo di pagamento privo di corso legale, se accettate da una determinata collettività di soggetti (c.d. "mezzo di pagamento convenzionale"), cfr. Corte Giust., sent. 22 ottobre 2015, C-264/14.

[11] Giova ricordare che per "moneta elettronica" si intende «il valore monetario memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente che sia emesso per effettuare operazioni di pagamento come definite all'art. 1, comma 1, lett. c, del d.lg. 27 gennaio 2010, n. 11, e che sia accettato da persone fisiche e giuridiche diverse dall'emittente» (art. 1, co. 2, lett. h-*ter*, TUB). La moneta elettronica è emessa previo ricevimento di somme di denaro da parte del cliente (art. 114-*quinquies*.1, co. 1, TUB). Si tratta, in altri termini, di un surrogato elettronico delle monete metalliche o delle banconote, memorizzate su un dispositivo elettronico, sia esso una carta a microprocessore o una memoria di *computer*. Le valute virtuali, nonostante le analogie con la moneta elettronica, non costituiscono rappresentazioni digitali di moneta avente corso legale; non sono, come detto, emesse da banche centrali o da istituzioni pubbliche e non sono neppure, al pari della moneta elettronica, caratterizzate dall'obbligo di rimborso al loro valore nominale da parte dell'emittente. Per una

ISSN 3035-3238 © Edizioni Scientifiche Italiane

La valuta virtuale costituisce, dunque, una rappresentazione digitale di valore, che può essere utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e che può quindi essere qualificata anche come "prodotto finanziario" (secondo la nozione domestica di "forma di investimento di natura finanziaria non rappresentata da strumenti finanziari" *ex* art. 1, comma 1, lett. u, TUF) solo (e soltanto) se l'operazione avente ad oggetto bitcoin assuma una dimensione finanziaria, ossia venga inserita in uno schema negoziale e funzionale più articolato, quale una promessa di rendimento, un obbligo di riacquisto, una aspettativa di rendimento di natura finanziaria[12], ovvero venga negoziata su una piattaforma di *trading ad hoc* così che possa apprezzarsi per effetto dell'andamento delle sue quotazioni nel tempo.

Si tratta di inquadramenti funzionali che colgono, a seconda dei singoli casi, profili particolari del fenomeno.

3. Sulla scia del bitcoin – e sempre grazie alla crittografia e alla tecnologia DLT – nell'ultimo decennio hanno poi visto la luce, oltre a numerose cripto-valute[13], altre tipologie di cripto-attività, ulteriori e differenti dalle *cripto-currencies*.

Si è cioè capito che attraverso la DLT si potevano creare dei token digitali non solo rappresentativi di valori ma anche di diritti vari e che

sintesi dell'evoluzione della moneta dal contante alle valute virtuali, cfr. G.L. Greco, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, 3, p. 1 ss.

[12] G. Gasparri, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del Bitcoin: miraggio crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema*, in *Dir. inf.*, 2015, p. 430; Id., *Riflessioni sulla natura giuridica del bitcoin tra aspetti strutturali e profili funzionali*, in *dirittobancario.it*, dicembre 2021, p. 28 ss., p. 38 ss.; N. Mainieri, *La Cassazione penale esamina le valute virtuali sotto il profilo del Testo Unico della Finanza - le precedenti qualificazioni e i richiami della Direttiva penale sulla lotta al riciclaggio mediante l'uso del penale (n. 2018/1673 UE)*, in *Giurisprudenza Penale WEB*, 2020, p. 10; Cass. pen., 10 novembre 2021, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, II, p. 1 ss.; M. Passaretta, *La valuta virtuale nel sistema dei servizi di pagamento e di investimento*, Torino, 2023, p. 150 ss. Sulla nozione di prodotto finanziario cfr. *ex multis* Comunicazioni Consob n. 97006082 del 10 luglio 1997, n. 98082979 del 22 ottobre 1998, n. 13038246 del 6 maggio 2013; per un caso di qualificazione di una valuta virtuale (*rectius* di "un pacchetto di estrazione di criptovalute") come acquisto di un prodotto finanziario, cfr. Consob, Delibera 20 aprile 2017, n. 19968.

[13] Anche se al momento esistono migliaia di criptovalute (quasi 17.000 secondo *Coinmarketcap*), l'interesse dei *trader* è focalizzato su poche criptovalute. Nell'elenco delle criptovalute più popolari c'è senz'altro bitcoin, che è considerata la criptovaluta originale. A causa di un *hard fork* nella *blockchain* originale di Bitcoin, quest'ultima ha in passato "ramificato" due nuove monete virtuali aggiuntive: bitcoin Cash e bitcoin Cash ABC. Altre criptovalute molto diffuse, spesso scambiate sulle piattaforme dedicate alle criptovalute e al *trading*, sono *Ethereum*, *Ripple, Litecoin*, *Binance Coin*, *Tether*, *Solana*, ecc., cfr. *plus500.com*.

© Edizioni Scientifiche Italiane ISSN 3035-3238

questi token potevano essere trasferiti attraverso i registri distribuiti o anche scambiati e negoziati su apposite piattaforme basate sulla DLT[14-15].

L'ultimo tassello – si potrebbe dire – di un secolare processo di incorporazione/dematerializzazione dei diritti che, come è noto, iniziò nel XVI secolo quando il documento cominciò a essere trasferito come una merce e fu sottoposto, nella circolazione, alla medesima legge delle merci[16] (una sorta di "cartolarizzazione primordiale") e che poi ha visto, molto più tardi (con il c.d. "Decreto Euro" n. 213/1998: art. 28 ss.) – con specifico riguardo agli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati – l'ulteriore passaggio dalla circolazione "reale" alla circolazione "dematerializzata" e che oggi, grazie all'avvento della DLT, vive una nuova stagione, quella del passaggio dalla dematerializzazione scritturale alla digitalizzazione crittografica fondata su DLT[17].

[14] I token vengono generati sulle *blockchain* grazie ai cc.dd. *smart contract* (*software* autoeseguibili che risiedono all'interno di un registro distribuito e utilizzano una logica di tipo contrattuale, ossia funzionano attraverso un algoritmo del tipo «if this than that»). Al verificarsi di predeterminate condizioni, il *software* esegue in maniera automatica una determinata operazione. In questi contratti rappresentati da un codice informatico eseguito da un *software*, le diverse fasi contrattuali (conclusione ed esecuzione) si fondono vincolando automaticamente e in tempo reale due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse (v. Consob, *Lezioni di educazione finanziaria. Cripto-valute, stable coins, CBDC e Cripto attività*, in *consob.it*, dicembre 2023) (art. 8-*ter*, co. 2, L. 11 febbraio 2019, n. 12).

[15] Per questa impostazione e per le questioni che seguono attinenti al contesto di riferimento e alla tipologia della realtà, riprendo qui le considerazioni da me già svolte in *Le cripto-attività nella prospettiva MiCAr tra innovazione e (iper-)regolamentazione*, in *Automazione, Diritto e responsabilità* a cura di L. Picotti, Napoli, 2022, p. 293 ss.

[16] Sul punto cfr. P. Spada, *Diritto commerciale. Parte Generale (Storia, Lessico e Istituti)*, cit., p. 4 ss.

[17] In argomento v. ora il c.d. Decreto FinTech (d.l. 17 marzo 2023, n. 25, convertito nella L. 10 maggio 2023, n. 52) «Disposizioni urgenti in materia di emissione e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale di semplificazione della sperimentazione FinTech», che – seppure in via sperimentale e solo con riferimento a determinate categorie di strumenti finanziari – ha introdotto la prima disciplina italiana in materia di emissione e circolazione degli strumenti finanziari emessi mediante tecnologia DLT, che si aggiunge al tradizionale regime di circolazione cartolare codicistico e a quello scritturale di gestione accentrata disciplinato nel TUF. Per un primo commento v. P. Carriere, *Decreto Fintech e MICAR: il quadro normativo sulle cripto-attività*, in *DB non solo diritto bancario*, maggio 2023, in *dirittobancario.it*, p. 4 ss.; U. Malvagna, *"Digital Securities": prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot Regime*; M.T. Rodi, V. Santoro, *Prime considerazioni sulle disposizioni urgenti in materia di strumenti finanziari in forma digitale*, in *Dir. banc merc. fin.*, 2024, II, p. 25 ss.; N. de Luca, *Cripto-attività e diritto societario: a proposito di azioni e obbligazioni digitali*, F. Annunziata e A. Sciarrone Alibrandi (a cura di), *Cripto-attività*, Bologna, 2024, p. 253 ss.; M. Passaretta, *Prime (brevi) riflessioni a margine del decreto Fintech*, in questa *Rivista*, 2024, III, p. 147 ss.; prima dell'adozione del Decreto Fintech, cfr. P. Carriere, N. de Luca, M. de Mari, G. Ga-

 © Edizioni Scientifiche Italiane

La tipologia della realtà (pre-*MiCAr*) ha così cominciato a classificare le cripto-attività in base alla causa giuridica, alla funzione economico-sociale dalle stesse assolte[18].

Si sono così individuati: i *payments tokens* che assolvono alla funzione di pagamento per l'acquisto di beni o servizi, tipicamente le cripto-valute; gli *investment token* (o *security token*), la cui causa sottostante è una relazione di investimento o di finanziamento; gli *utility token* che permettono di accedere a un bene o servizio su una infrastruttura *blockchain*, la cui causa negoziale poteva essere individuata nel godimento o nella compravendita di un bene o di un servizio fisico o digitale presente o futuro[19].

sparri e T.N. Poli, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, in *Quaderni giuridici Consob* n. 25/2023, Roma, 2023, p. 95 ss., p. 109 ss.; A. Genovese, *La circolazione dei valori mobiliari su blockchain*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, I, p. 202.

[18] Non erano del resto neppure mancate le prese di posizione dell'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (Esma), la quale nel 2019 aveva effettuato un'indagine conoscitiva sottoponendo alle autorità nazionali un ampio campione di *crypto-asset* dotati di diritti diversi. I *crypto-asset*, secondo l'Esma, potevano avere caratteristiche differenti e/o svolgere funzioni diverse. Ad avviso dell'Esma alle attività denominate *investment-type* potevano essere collegati alcuni diritti di profitto (tipo, ad esempio, azioni, strumenti simili ad azioni o strumenti non azionari). Altri, i cosiddetti *crypto-asset utility-type*, fornivano alcuni diritti di utilità o di consumo, ad esempio, la possibilità di utilizzarli per accedere o acquistare alcuni dei servizi/prodotti che l'ecosistema in cui erano costruiti mirava ad offrire. Altri ancora, i *payment-type*, non avevano alcun valore tangibile, se non per l'aspettativa che potevano servire come mezzo di scambio o di pagamento per pagare beni o servizi esterni all'ecosistema in cui erano costruiti. Inoltre, molti token avevano caratteristiche ibride. L'Esma comunque utilizzava il termine *crypto-asset* per riferirsi sia alle valute virtuali che ai gettoni digitali (token*)* emessi attraverso le offerte pubbliche e comunque ad attività che non erano emesse e garantite da una banca centrale. L'esito dell'indagine condotta dall'Esma evidenziò che la maggioranza delle autorità riteneva che alcune di queste attività, ad esempio quelle che attribuivano al titolare diritti di profitto, potevano essere classificate come valori mobiliari o altri tipi di strumenti finanziari, con la conseguente applicazione della relativa disciplina. L'Esma aveva altresì proposto, per i «token non qualificabili come strumenti finanziari», due possibili opzioni normative: A) prevedere uno speciale regime che informasse i consumatori sui rischi di questa tipologia di *crypto-asset* senza ricondurli ad una regolamentazione analoga a quella delle cripto-attività che sono strumenti finanziari, oppure B) non fare nulla (*Do Nothing*). Anche se va rammentato come l'Esma riteneva che l'opzione A fosse la più appropriata (cfr. Esma, *Advice* del 9 gennaio 2019, *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 40, reperibile in Internet al seguente indirizzo: *esma.europa.it*.).

[19] Questa classificazione è stata introdotta originariamente dall'autorità di vigilanza sul mercato finanziario svizzera, la *Financial Service Market Supervisory Authority* (*FINMA*), nel suo *Practical Guide for the treatment of requests concerning subjection with reference to initial coin offering* del 16 febbraio 2018, in *finma.ch/it/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung*; cfr. anche *European Union Blockchain Observatory & Forum*, *Blockchain and the future of digital assets*, p. 11, in *eublockchainforum.eu*. Per un approccio di tipo *top down* che muove, invece, dalla predetta tassonomia, ma la integra guardando al fenomeno delle sedi di negoziazione, v. F. Annunziata, *Speak, If You Can: What are You? An Alternative Approach to the*

© Edizioni Scientifiche Italiane ISSN 3035-3238

Naturalmente ognuna di queste cripto-attività poteva assolvere a più di una di queste funzioni, dando luogo a token con causa ibrida. Proprio come avveniva con i vecchi *gettoni* telefonici "fisici" (erano di metallo, non digitali e non "giravano" su *blockchain*) emessi dalla vecchia Società italiana per l'esercizio delle telecomunicazioni (in acronimo, SIP). Questi, da un lato, consentivano, una volta acquistati, l'utilizzo del servizio di telefonia pubblica, corrispondente al valore del gettone secondo un sistema di scatti telefonici di durata predeterminata, e, dall'altro, erano anche spesso utilizzati come moneta, pur non avendo alcun corso legale, venendo accettati dal creditore per l'adempimento di piccoli debiti pecuniari. Talaltra presentavano anche una spiccata funzione finanziaria, se si considera il fatto che nel tempo il valore del gettone aumentava e quindi si poteva lucrare sul differenziale dell'incremento di valore del gettone[20].

Aggiungo anche che alcuni di questi token erano cc.dd. nativi digitali nella DLT, perché collegati ad *asset* digitali che esistono solo nella DLT (pensiamo ad una cripto-valuta nativa); altri sono cripto-attività cc.dd. "tokenizzate", perché legati a beni o strumenti che originano nella realtà empirica emessi e circolanti nel rispetto delle tecniche e delle regole dell'ordinamento di riferimento, ma rappresentati da token creati specularmente su DLT (pensiamo a delle azioni tokenizzate di società o anche ad un *non fungible token* rappresentativo di una opera d'arte realmente esistente).

Alcune di queste cripto-attività (in particolare i token nativi) erano anche emesse e negoziate su piattaforme decentralizzate (*permissionless*), dove gli scambi avvenivano attraverso un regime *peer to peer* tra i diversi nodi della rete – non basato su intermediari, *exchange* o banche e con l'utilizzo degli *smart contracts* – secondo la logica disintermediata e distribuita della finanza decentralizzata (comunemente chiamata *Decentralized Finance*, in acronimo *DeFi*); altri token erano invece negoziati su piattaforme centralizzate (*permissioned*) con attori che ne hanno la proprietà e gestiscono dette piattaforme e danno il consenso per l'approvazione delle registrazioni.

Ebbene questi token digitali, creati e trasferiti su DLT in un contesto

Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings, in *ECFR*, vol. 17, n. 2, 2020; Id., *Verso una disciplina europea delle crypto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *dirittobancario.it* (ottobre 2020), p. 6 ss.

[20] Sulla funzione solutoria del gettone telefonico come mezzo sostitutivo della moneta cfr. già G. Niccolini, *Gettoni e buoni d'acquisto: ancora una generazione di mezzi di pagamento*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, II, p. 95.

 © Edizioni Scientifiche Italiane

geografico illimitato e senza il controllo di un ente centralizzato, ben presto, hanno cominciato ad essere offerti al pubblico indistinto, al fine, per chi li emetteva, di raccogliere capitale con processi più semplificati, meno onerosi e più inclusivi, costituendo un significativo volano economico e una forma di finanziamento alternativa soprattutto per le piccole e medie imprese operanti nei settori dell'innovazione e della tecnologia.

È forse superfluo ricordare che queste *Offerte* – dette *ICOs* (*Initial Coin Offerings*) o anche, quando non avevano ad oggetto cripto-valuta, *ITOs* (*Initial Token Offerings*) o *STOs* (*Security Token Offerings*) – hanno avuto una straordinaria diffusione e molto successo intorno agli anni 2017/2018, raccogliendo talora ingentissimi capitali. Nel contempo, però, diverse di queste iniziative di raccolta si sono dimostrate fuori da ogni regolamentazione e prive per i risparmiatori della necessaria informativa sui rischi che le stesse avrebbero richiesto e incapaci di realizzare gli obiettivi per i quali erano state lanciate, quando non si è trattato di vere e proprie iniziative truffaldine con grave pregiudizio per gli oblati.

4. I legislatori e i regolatori nazionali non sono rimasti inerti; pur consapevoli dei limiti *cross-border* del fenomeno, hanno allora cominciato ad inquadrarlo, con approcci tra loro non convergenti, sia per quanto riguarda le diverse tipologie di cripto-attività prese in considerazione, sia in ordine alle caratteristiche della normativa che si è proposto di applicare alle offerte al pubblico di questi *asset*.

L'approccio è stato essenzialmente duplice: in alcuni ordinamenti si sono disegnate discipline tese a ricondurre e ad assorbire i token nell'alveo della tradizionale normativa dei mercati degli strumenti finanziari; in altri ordinamenti, si sono dettate discipline *ad hoc* (spesso ricalcate su quelle dell'offerta al pubblico), applicabili alle cripto-attività a prescindere dalla loro natura di strumenti o prodotti finanziari.

Sono state introdotte in sostanza – questo è un punto di sicura rilevanza – discipline che regolavano le offerte di cripto-attività anche quando queste ultime non presentavano natura schiettamente finanziaria. Alcune legislazioni o autorità di vigilanza hanno proposto un approccio più flessibile, lasciato alla qualificazione giuridica del token "caso per caso", altre hanno prospettato una impostazione più rigida prevedendo anche specifiche figure preposte all'*assessment* preliminare del *crypto-asset*[21].

[21] Per un esame più approfondito delle prime iniziative legislative e delle azioni di vigilanza che delineavano la fattispecie cripto-attività e ne disciplinano l'offerta al pubblico, sia consentito rinviare a M. de Mari, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2019,

© Edizioni Scientifiche Italiane ISSN 3035-3238

Tutto ciò, però, è avvenuto in mancanza di un quadro normativo generale, certo e armonizzato a livello europeo che, da un lato, tutelasse gli impieghi di capitale in cripto-attività non solo sul piano dell'informativa precontrattuale ma anche per il caso di dissesto delle piattaforme di scambio e negoziazione di cripto-attività presso le quali erano (e sono) custoditi i portafogli digitali personali (i cc.dd. *e-wallets*), e, dall'altro, assicurasse la stabilità finanziaria per i rischi derivanti dall'emissione, dalla circolazione e dall'utilizzo potenzialmente ampio delle cripto-valute come mezzo di pagamento.

Senza contare che anche i prestatori di servizi aventi ad oggetto cripto-attività e i servizi stessi risultavano sforniti di una disciplina che regolasse tali attività.

Per questo, da un lato, alcuni legislatori nazionali e le autorità di vigilanza hanno, sin troppo tempestivamente, introdotto, seppure in ordine sparso e con valenza solo domestica, come si diceva, norme e provvedimenti amministrativi sulle cripto-attività, con l'intenzione di rispondere e porre rimedio ai primi eventi critici[22]. Dall'altro lato, vi era invece chi osservava che – nonostante i rischi ai quali erano esposti i possessori di cripto-attività ed i mercati sui quali questi *asset* venivano scambiati – un intervento troppo deciso ed eccessivamente prescrittivo sul settore avrebbe potuto compromettere e ingessare il naturale sviluppo di questi fenomeni e dell'innovazione digitale[23], limitandosi, al più, a valutare di

p. 280 ss. Il primo tentativo di regolazione domestica nel nostro ordinamento è rappresentato dal Documento per la Discussione Consob *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività* del 19 marzo 2019, cui ha fatto seguito, il Rapporto Finale della stessa Consob, pubblicato il 2 gennaio 2020 (entrambi reperibili sul sito internet della Consob). Si è trattato di una prima importante proposta, poi non più coltivata proprio in ragione dei lavori preparatori del MiCAr nel frattempo adottato.

[22] Come già accennato, a livello di Stati membri dell'UE vi era un quadro regolamentare molto frammentato. In particolare, vi sono stati Paesi membri (Francia, Germania e Malta) che hanno istituito regimi nazionali per disciplinare taluni aspetti delle cripto-attività non assimilabili a strumenti finanziari ai sensi della normativa MiFID II, né alla moneta elettronica ai sensi della normativa EMD2 e neppure ai fondi *ex* PSD2, con differenze sostanziali sia in termini di applicazione dei distinti regimi – dal momento che la disciplina francese aveva carattere facoltativo, mentre quella maltese e tedesca avevano carattere obbligatorio – sia in termini di ambito di applicazione, di attività contemplate, di obblighi imposti in capo a emittenti o fornitori di servizi e di misure per garantire l'integrità del mercato (in argomento cfr. P. Carriere, N. de Luca, M. de Mari, G. Gasparri e T.N. Poli, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, cit., p. 17 ss.).

[23] Nella prospettiva di non limitare troppo l'innovazione finanziaria e nel contempo di non abbandonarla alle sole forze del mercato, si sono diffusi approcci intermedi che prevedevano il coinvolgimento con diversi livelli di intensità delle autorità di vigilanza nello sviluppo e nella sperimentazione delle innovazioni tecnologico-finanziarie. Alcuni degli strumenti operativi ai quali si può esemplificativamente fare riferimento sono: i) l'*innovation hub* (luogo di incontro

 © Edizioni Scientifiche Italiane

volta in volta la riconducibilità di una determinata cripto-attività nell'alveo delle cripto-valute piuttosto che degli strumenti o prodotti finanziari tokenizzati[24].

La Commissione europea il 24 settembre 2020 – muovendo dall'idea che in questo ambito la tutela degli investitori, l'integrità del mercato e la stabilità finanziaria non possono essere conseguite in misura sufficiente dai singoli Stati membri e che «lo scopo della strategia in materia di finanza digitale è garantire che il quadro normativo dell'Ue in materia di servizi finanziari sia adeguato all'era digitale» – ha rotto gli indugi e ha adottato un articolato e robusto Pacchetto di misure per la finanza digitale (c.d. *Digital Finance Package*), con cui ha disciplinato dettagliamente alcuni dei nuovi fenomeni *FinTech* e promosso la finanza digitale in termini di innovazione e concorrenza attenuandone nel contempo i rischi.

Il Pacchetto normativo, il primo del genere a livello internazionale, è composto, come è noto, di due strategie (la *Digital Finance Strategy* e la *Retail Payment Strategy*) e di alcune Proposte legislative.

Tra le originarie Proposte, poi divenute Regolamenti, vi sono:

1) il già citato Regolamento Ue n. 2023/1114 del 31 maggio 2023 relativo ai mercati delle cripto-attività non qualificabili in termini di strumenti finanziari ("*Market in Crypto-Asset Regulation*", Reg. MiCAr);
2) il Regolamento Ue n. 2022/858 del 30 maggio 2022 relativo ad un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia DLT (che modifica i Regolamenti Ue n. 600/2014 e n. 909/2014 e la Direttiva 2014/65/Ue) (Reg. *Pilot regime*)[25]. Il *Pilot regime* non

istituzionale con imprese vigilate e non vigilate, nel quale l'autorità competente offre chiarimenti e indirizzi (ad esempio la compatibilità della tecnologia sviluppata con le norme vigenti); ii) il *regulatory sandbox* (sistema che permette alle imprese *Fintech*, vigilate e non, di godere di deroghe normative transitorie, sperimentando su scala ridotta e per un periodo limitato tecnologia e servizi); iii) l'*incubator* (strumento che consente all'autorità competente di svolgere un ruolo maggiormente attivo, essendo coinvolta direttamente nello sviluppo e nella sperimentazione dei progetti, anche attraverso forme di *partnership* e di cofinanziamenti), cfr. Banca d'Italia, *Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, Roma, dicembre 2017, p. 12.

[24] Il riferimento è, negli Stati Uniti, al noto *test* di Howey, applicando il quale viene stabilito, volta per volta, se una certa cripto-attività può essere ricondotta nella fattispecie *security*. In questo senso può leggersi il Discorso del Presidente della SEC Gary Gensler del 3 agosto 2021, in *sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-aspen-security-forum-2021-08-03*. Si veda anche SEC v. Howey Co., 328 US 293 (1946), *Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets*, disponibile su *supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/*.

[25] Più in particolare il *Pilot regime* riguarda l'introduzione di un regime pilota per consentire alle infrastrutture di mercato (che offrono servizi di negoziazione e regolamento titoli) di

© Edizioni Scientifiche Italiane ISSN 3035-3238

si occupa, tuttavia, dell'emissione e della circolazione degli strumenti finanziari *DLT* e rimette la questione ai singoli Stati nazionali[26].

3) il Regolamento Ue 2022/2554 del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario (*Digital Operation Resilience Act*, c.d. *DORA*)[27].

L'antico dilemma regolatorio, oramai assurto a *refrain*, tra il lasciare libero e virtuoso sviluppo alle nuove forme dell'innovazione tecnologica applicate all'ambito finanziario in un ecosistema deregolamentato e il disciplinare dettagliatamente i nuovi fenomeni con il rischio di soffocarli, viene quindi risolto dal *Digital Finance Package* e, nello specifico, dal MiCAr senza ambiguità nel secondo senso[28].

Il Regolamento MiCAr muove dai dichiarati obiettivi di sviluppare le tecnologie *blockchain* e DLT in questo settore, di superare la frammentazione del quadro giuridico europeo e di definire una disciplina armonizzata e chiara a tutela dei consumatori, dei partecipanti al mercato e dell'integrità del mercato, nonché di garantire la stabilità finanziaria a livello sistemico e la sovranità monetaria dell'Unione europea che potrebbe essere compromessa dalla diffusione incontrollata delle cripto-valute.

Per quanto qui più interessa, il MiCAr delinea una disciplina armonizzata a livello Ue applicabile non all'intero fenomeno delle cripto-attività

sperimentare l'applicazione della DLT all'offerta di tali servizi su alcune tipologie di strumenti finanziari.

[26] In attuazione del *Pilot regime* è stato infatti adottato il Decreto Fintech (v. *supra* nt. 17) e v. anche il Regolamento Consob n. 22923 del 6 dicembre 2023 sull'emissione e circolazione di strumenti finanziari.

[27] Il Regolamento *DORA* modifica i Regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e (UE) n. 2016/1011.

[28] Per un inquadramento delle diverse opinioni circa i due diversi approcci metodologici, v. in generale G.L. Greco, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, cit., p. 30 s. La Commissione Ue, pur affermando che in un ambiente in così rapida evoluzione una regolamentazione eccessivamente prescrittiva e precipitosa rischia di produrre effetti indesiderati, ha riconosciuto, a più riprese, che la normativa Ue è anteriore all'emergere delle tecnologie e che il mancato adeguamento di questa può essere di ostacolo alla diffusione delle soluzioni *FinTech*, ponendo in una posizione di svantaggio i prestatori di servizi finanziari Ue in un mercato sempre più globale (Comunicazione della Commissione Ue al Parlamento europeo dell'8 marzo 2018 *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*). La stessa Commissione si dimostra pertanto ben consapevole dei limiti del principio di *neutralità tecnologica* («stessa attività, stessa regolamentazione, a prescindere dalle modalità utilizzate»), reputando indispensabile, come nei fatti effettivamente sta avvenendo, l'adozione di una speciale disciplina per regolare questi nuovi fenomeni.

ISSN 3035-3238 © Edizioni Scientifiche Italiane

secondo la classificazione già emersa nella tipologia della realtà e sopra ricordata (*i.e.*: *payments tokens*, *security tokens*, *utility tokens*), dalla quale, anzi, si discosta, ma alle sole cripto-attività *non* rientranti nella vigente legislazione dell'Ue in materia di servizi finanziari e, tra queste, come subito si dirà, solo ad alcune tipologie di cripto-attività[29].

Il punto può essere meglio chiarito dicendo sin d'ora che il Regolamento europeo distingue essenzialmente tra (*i*) *cripto-attività finanziarie* riconducibili alla categoria degli strumenti finanziari, ossia qualsiasi strumento finanziario riportato nella sezione C dell'Allegato I al TUF, emesso mediante tecnologia a registro distribuito (art. 1, co. 2, TUF), alle quali non si applica MiCAr e (*ii*) *cripto-attività non finanziarie*, ossia le cripto-attività non rientranti nella vigente legislazione Ue in materia di mercati e servizi finanziari e, quindi, non riconducibili tra gli strumenti finanziari, alle quali si applica MiCAr seppure in termini non uniformi a seconda della specifica tipologia considerata.

5. Passando dal registro tipologico e descrittivo a quello più propriamente normativo e venendo, più da vicino, alla tassonomia delle cripto-attività nel sistema Ue, merita notare che questa può essere ricostruita, da una parte, sulla base di una definizione generale – nella quale, attesa la sua ampia portata, possono farsi rientrare evidentemente tutte le diverse categorie di cripto-attività – e, dall'altra, sulla base di nozioni specifiche, alcune ricavate per differenza o sottrazione ed in negativo.

Tutte queste nozioni – quella generale e quelle specifiche – sono contenute o richiamate nel MiCAR; anche se interessa subito evidenziare che la fattispecie cripto-attività si delinea non solo attraverso la normativa MiCAr, ma sulla base di altri elementi contenuti in MiFID e in altri ambiti del diritto della finanza Ue e mediante riferimenti a token estranei tanto all'ordinamento MiCAr quanto a quello MiFID.

Sono, infatti, definite cripto-attività le «rappresentazioni digitali di un valore o di un diritto che possono essere trasferite e memorizzate elettronicamente, utilizzando la tecnologia del registro distribuito o tecnologia analoga» (art. 3, co. 1, n. 5, MiCAr). Si tratta di una definizione generale

[29] Merita di essere sottolineato, almeno incidentalmente, che MiCAr – oltre ad occuparsi delle cripto-attività digitali basate su DLT, qui oggetto di interesse – disciplina altresì i soggetti che "emettono" cripto-attività, le offerte al pubblico e le richieste di ammissione alle negoziazioni di cripto-attività e i soggetti che prestano servizi aventi ad oggetto cripto-attività (*Crypto-Asset Service Provider*, cc.dd. CASP). Si occupa, appunto, oltre che di delineare la fattispecie cripto-attività, delle regole che disciplinano (come dice il suo stesso nome MiCA) le attività e i mercati sui quali i *crypto-asset* vengono emessi e scambiati.

© Edizioni Scientifiche Italiane ISSN 3035-3238

che sembra ben attagliarsi ad ogni tipo di cripto-attività[30], anche per le cripto-attività non soggette a MiCAr.

Stando, quindi, alla nozione generale testé riportata, i suoi elementi costitutivi sono: 1) la forma documentale digitale; 2) l'oggetto incorporato in questo documento digitale, rappresentato da una serie variegata di situazioni giuridiche differenti.

Il primo elemento in comune a tutte le cripto-attività (*finanziarie* e *non finanziarie*) è la forma documentale digitale. Sia il menzionato art. 3, co. 1, n. 5 MiCAr sia l'art. 1, co. 2, TUF presuppongono che la tecnologia DLT sia utilizzata per l'emissione e la circolazione delle cripto-attività. Si tratta, come visto sopra, di una tecnica di documentazione diversa e ulteriore rispetto a quella tradizionale cartolare del codice civile o a quella dematerializzata del TUF. Qui le informazioni, i dati del token sono documentati digitalmente attraverso la tecnologia DLT[31].

Questa forma caratterizza tutte le cripto-attività e non può essere sostituita con altre forme. In mancanza del "formato tokenizzato" non vi è una cripto-attività.

Il secondo elemento è costituito dall'oggetto o contenuto del token, ossia dai "valori" o dai "diritti", dalle situazioni giuridiche incorporate nel token digitale.

Tali valori o diritti non sono, però, identificati nella nozione generale – dove il token si presenta, in realtà, come un grande contenitore che può incorporare diritti diversi – ma vengono articolati nelle sotto-tipologie di cripto-attività.

[30] A dimostrazione che si tratti di una definizione generale che va ben oltre il MiCAr e che riveste anche una dimensione "nazionale", giova segnalare che identica nozione è contenuta e recepita nell'art. 67, co. 1, lett. c-*sexies* del TUIR (Testo unico delle imposte sui redditi) ed è applicata ai fini della tassazione delle cripto-attività. La definizione è richiamata, per rinvio, anche nel citato "Decreto Cripto-valute" (art. 2, co. 2). Gli elementi tecnici della nozione ed il suo adeguamento agli sviluppi di mercato e tecnologici potranno, peraltro, trovare ulteriore specificazione negli atti delegati che saranno adottati dalla Commissione Ue (art. 3, co. 2, MiCAr).

[31] Come è stato osservato, «grazie alle funzionalità dello *smart contract*, e ai sistemi di criptazione, la blockchain realizza una nuova e inedita forma di 'incorporazione digitale' di un diritto in un asset digitale. Infatti, l'asset criptato dà, a chi ne possiede la chiave, accesso a controprestazioni automatizzate (e per questo prive di rischio di controparte)», così A. Genovese, *La circolazione dei valori mobiliari su blockchain*, cit., p. 202. In una prospettiva informatica, il token è un *set* di informazioni connesse tra loro da una soluzione crittografica che consente il loro aggiornamento secondo un protocollo *software* DLT eseguito a livello di piattaforma e/o a livello applicativo da *smart contract*. Si tratta, in parole più semplici, di un "documento informatico" memorizzato in un *ledger* della DLT gestito da specifiche operazioni (così Associazione Blockchain Italia, *La natura giuridica delle cripto-attività*, in *associazioneblockchian.it* - gennaio 2025).

ISSN 3035-3238 © Edizioni Scientifiche Italiane

Se dunque la forma DLT costituisce la dimensione unitaria di tutte le cripto-attività, non altrettanto può dirsi per il loro contenuto.

Il legislatore, infatti, distingue:

- le cripto-attività che sono strumenti finanziari, ossia qualsiasi strumento finanziario riportato nella Sezione C dell'Allegato I del TUF emesso mediante tecnologia a registro distribuito (art. 1, co. 2, TUF; art. 1, co. 1, lett. a, Decreto Fintech)[32];
- le cripto-attività *non finanziarie* di cui al Reg. MiCAr[33].

[32] Sono, infatti, cripto-attività – per quanto escluse dal perimetro di applicazione della disciplina MiCAr – tutte quelle che sono strumenti finanziari, depositi, compresi i depositi strutturati, posizioni inerenti a cartolarizzazioni (ai sensi dell'art. 2, punto 1, del Regolamento (UE) 2017/2402), nonché prodotti assicurativi vita o non vita, prodotti pensionistici (tutti meglio specificati nell'art. 2, co. 4, MiCAr). Anche se è certo che agli strumenti finanziari digitali non si applica MiCAr (applicandosi MiFID), la definizione generale di cripto-attività di cui all'art. 3, co. 5, MiCAr («rappresentazioni digitale di diritti che possono essere trasferite e memorizzate elettronicamente utilizzando la tecnologia a registro distribuito») ben si adatta anche alle cripto-attività qualificabili come strumenti finanziari (arg. *ex* art. 2, co. 4, lett. a, MiCAr che definisce cripto-attività anche gli strumenti finanziari).

[33] La distinzione tra cripto-attività *finanziarie* e *non finanziarie* è stata (ed è) uno dei maggiori punti critici nella precisa individuazione delle cripto-attività. E ciò sia perché tale distinzione non è definita (se non per differenza) e permangono (soprattutto a livello di singole legislazioni nazionali Ue) aspetti di disallineamento nella nozione di strumento finanziario (cfr. F. Annunziata, *Tassonomia delle cripto-attività e mercato dei capitali. Primi spunti per un confronto USA-UE*, in *Giur. comm.*, 2024, I, p. 915 ss.), sia perché le cripto-attività cc.dd. non finanziarie *ex* MiCAr, in realtà, presentano elementi di spiccata finanziarietà alle quali viene applicata una disciplina para-finanziaria di chiara ispirazione MiFID (tanto che, in ambiente *social media*, MiCAr è icasticamente identificata come "*MiFID for crypto*", v. P. Maume, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?*, 2023, in SSRN: *ssrn.com/abstract=4639010 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4639010*, p. 12), ancorché le tutele per i risparmiatori previste da MiCAr abbiano un'estensione più ridotta rispetto alle tutele già esistenti per i prodotti tradizionali di investimento (v. Esma, *Avvertenza sui rischi per i risparmiatori connessi con l'acquisto di cripto-attività*, 13 dicembre 2024, Esma35-1872330276-1971).

Sulla insufficiente chiarezza circa i criteri distintivi degli strumenti finanziari, l'Esma, in attuazione del mandato, di cui all'art. 2, co. 5, MiCAr, ha di recente chiarito – con le *Linee Guida sulle condizioni e i criteri per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari*, 17 dicembre 2024 (ESMA 75453128700-1323) – quando una cripto-attività può essere qualificata come strumento finanziario e come valore mobiliare. Riprendendo, in particolare, la definizione MiFID, una cripto-attività, secondo l'Esma, si qualifica come valore mobiliare (sottocategoria degli strumenti finanziari), là dove, oltre a rientrare nelle nozioni domestiche base (di azioni, obbligazioni e strumenti similari) soddisfa cumulativamente i tre seguenti criteri: (i) non è uno strumento di pagamento; (ii) appartiene a una "categoria" dei valori; (iii) risulta negoziabile sul mercato dei capitali.

Per dubbi ed ambiguità di vertice circa l'applicazione della disciplina para-finanziaria (qual è MiCAr) alle cripto-attività (asseritamente) non finanziarie, cfr., per alcuni spunti, M. Cian, *La nozione di criptoattività nella prospettiva del MiCAr. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno*, in *Oss. dir. civ. comm.*, n. speciale, 2022, pp. 59-77; M. de Mari, *Le cripto-attività*

© Edizioni Scientifiche Italiane ISSN 3035-3238

Tra queste ultime rientrano:

i) i token collegati ad attività (*asset-referenced token* - "ART"), ossia quelli che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o a un diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali[34]-[35].

ii) i token di moneta elettronica (*e-money token* - "EMT"), ossia quelli che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una singola valuta ufficiale[36];

iii) i token c.d. "*other than*", categoria aperta che comprende un'ampia gamma di cripto-attività diverse dagli ART e dagli EMT (il cui valore non è collegato a nessuna attività e senza alcun diritto di rimborso per il possessore). Tale categoria include anche gli *utility token*, ossia «le cripto-attività destinate unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente» (cons. n. 18 e art. 3, co. 1, n. 9)[37].

nella disciplina MiCAr e la finanziarietà delle "cripto-attività non finanziarie", in *Dialoghi dir. econ.*, 2023, pp. 277-306; diversamente orientato invece D. Sarti, *La funzione non finanziaria dei token MiCAr*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2024, p. 765 ss., secondo cui la funzione monetaria o utilitaria dei token MiCar ne renderebbe irrilevante la negoziabilità su mercati secondari.

[34] Gli emittenti ART garantiscono ai possessori di tali token un diritto al rimborso al valore di mercato in quel momento delle attività sottostanti e costituiscono e mantengono una riserva di attività (separata dal patrimonio dell'emittente e dalla riserva di attività di altri token) a garanzia dei possessori di ART (artt. 39 e ss. MiCAr).

[35] Non sembrano escluse dal perimetro MiCAr le c.d. *stablecoin* algoritmiche perché il loro valore è stabilizzato da un algoritmo che ne aggiusta automaticamente la quantità disponibile alle variazioni della domanda (cons. 41 MiCAr).

[36] Nell'ultima versione del MiCAr non è più previsto il riferimento alla funzione di mezzo di scambio che nelle precedenti versioni della Proposta MiCAr caratterizzava gli EMT. Tuttavia, gli EMT – emessi, al valore nominale, a fronte del ricevimento di fondi – pur non essendo più qualificati come moneta elettronica (ma avendo «una funzione molto simile alla moneta elettronica ed essendo surrogati elettronici per monete e banconote»), possono assolvere ancora alla funzione di pagamento (cons. 18 MiCAr). Al fine di non indebolire la fiducia dei titolari di EMT è previsto che questi ultimi siano emessi da enti creditizi o da istituti di moneta elettronica (art. 48 MiCAr) e che ai titolari sia riconosciuto il diritto al rimborso degli EMT al valore nominale (artt. 49 MiCAr). Rappresentano, quindi, un credito nei confronti dell'emittente, del quale costituiscono dunque una passività. Mentre è vietato il pagamento di interessi da parte degli emittenti EMT ai possessori degli stessi in ragione della detenzione di EMT (art. 50 MiCAr).

[37] La norma parla di "*accesso*" ad un bene o a un servizio e non di diritti di proprietà sul bene: sembrerebbe, dunque, potersi opinare che l'*utility token* non documenti un diritto reale su un bene, ma solo un diritto di godimento, una utilità, un "accesso", appunto, su un bene o su un servizio prestato dall'emittente. In questa prospettiva, il rapporto giuridico causale che giustifica l'emissione dell'*utility token*, sembra essere, quindi, lato sottoscrittore del *token*, quello di godimento di un bene o di un servizio; dal lato dell'emittente, quello di finanziare un proprio progetto imprenditoriale attraverso la vendita dei token. È decisivo avvertire che gli *utility token* sono di norma *trasferibili* e sono fungibili, standardizzati e in numero pre-

 © Edizioni Scientifiche Italiane

La suindicata tassonomia, tuttavia, non esaurisce il panorama delle cripto-attività e dei diritti in esse incorporate.

Vi sono infatti altri cripto-strumenti che – pur esulando in tutto o in parte dal perimetro di disciplina MiCAr – possono (anzi debbono) essere ricondotti nell'ambito delle cripto-attività.

Si tratta, anzitutto, delle cripto-valute (tipo bitcoin), che – pur non avendo le caratteristiche degli ART e degli EMT e non avendo un emittente identificabile – rientrano comunque nella definizione generale di cripto-attività e la loro nozione specifica è data dalla disciplina antiriciclaggio (D.lgs. n. 231/2007)[38]-[39].

Sembrano altresì potersi iscrivere tra le cripto-attività anche le monete digitali emesse da banche centrali nella propria unità nazionale avente corso legale (*Central Bank Digital Currency – CBDC*), ossia le forme elettroniche di moneta dotate delle stesse garanzie della valuta fisica in circolazione nei rispettivi paesi che consentono di effettuare trasferimenti diretti di denaro senza disporre di un conto bancario e quindi senza l'intermediazione di un operatore. Queste sono passività delle banche cen-

definito. Assume carattere cruciale, nella ricostruzione della fattispecie in esame, l'elemento della *negoziabilità* dell'*utility token* su piattaforme *ad hoc*. Pur trattandosi di un elemento non indefettibile, non menzionato espressamente nella definizione ma ampiamente ricavabile dalla disciplina, l'ammissione alla negoziazione su una piattaforma di cripto-attività è espressamente prevista da MiCAr e, anzi, risulta essere ipotesi fisiologica della fattispecie. Il che consente di dire che l'*utility token*, come il valore mobiliare (pur senza con questo coincidere), è emesso anche nella prospettiva di una sua redditività finanziaria. Sui contenuti e sugli specifici problemi degli *utility token* rinvio al mio *Utility token*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2024, p. 915 ss., ove, tra l'altro, si osserva come l'art. 39 del c.d. Decreto Criptovalute n. 129/2024 cit. disponga che «la disciplina del TUF avente ad oggetto i prodotti finanziari non si applica alle attività che rientrano nell'ambito di applicazione del Regolamento MiCAr», così riconducendo in ambito MiCAr gli *utility token* che esibiscono profili di sovrapposizione con i prodotti finanziari.

[38] Una valuta virtuale, come già sopra indicato, è «la rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata ad una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente». Tale è la definizione stabilita all'art. 1, co. 2, lettera qq), D.lgs. 231/2007, così come modificato dal D.lgs. 90/2017, di attuazione della IV direttiva antiriciclaggio, e dal D.lgs. 125/2019, di attuazione della V direttiva antiriciclaggio.

[39] Può seriamente dubitarsi della generale applicabilità del MiCAr al bitcoin o alle cripto-valute analoghe, anche sulla base dell'art. 4, co. 3, lett. b, MiCAr, che, tra le esenzioni dalla pubblicazione del *white paper*, prevede il caso delle «cripto-attività che sono create automaticamente [tramite mining] a titolo di ricompensa per il mantenimento della DLT o la convalida delle operazioni» o delle «cripto-attività che non hanno un emittente identificabile» (cons. 22 MiCAr), come tipicamente avviene per i bitcoin. Se tali cripto-attività non sono oggetto della disciplina di offerta al pubblico MiCAr, rientrano invece nell'ambito di applicazione MiCAr i prestatori di servizi in relazione a tali cripto-attività e, quindi, sono da qualificarsi come servizi riservati aventi ad oggetto cripto-attività (*ex* art. 3, co. 1, n. 16) quelli relativi a *crypto-currencies* (cons. 22 MiCAr).

© Edizioni Scientifiche Italiane ISSN 3035-3238

trali, garantite dagli *assets* e dalla reputazione di queste ultime; sono, però, espressamente escluse dall'ambito di applicazione del MiCAr (cons. n. 13 e art. 2, co. 2, lett. c) e, verosimilmente, saranno regolate da specifiche misure normative[40].

Sono anche cripto-attività i cosiddetti *non fungible token* (cc.dd. NFT), ossia *token* unici, non fungibili con altre cripto-attività, non frazionabili che – sebbene possano essere scambiati sui mercati ed accumulati speculativamente – non sono interscambiabili (art. 2, co. 3, MiCAr)[41].

L'esclusione dei *NFT* dall'applicazione del Reg. MiCAr non pregiudica (del tutto) la qualificazione di tali cripto-attività come strumenti finanziari (cons. n. 11), ove ne abbiano i requisiti, anche se la loro emissione in "ampia serie" dovrebbe essere considerata come un indicatore di fungibilità[42].

Per i *NFT* la Commissione Ue sta valutando se sottoporli a un regime specifico a livello UE (art. 142, co. 2, lett. d, MiCAr).

6. Possono forse bastare questi richiami per convincersi che – sebbene, come si è visto, non manchino le definizioni generali e particolari di cripto-attività (in positivo e in negativo) – la tassonomia è alquanto ampia, eterogenea ed aperta e si basa su un approccio che, in definitiva, risulta fondato su nozioni normative di natura formale, secondo cui non sono, tuttavia, solo le caratteristiche delle cripto-attività a determinarne la classificazione ma anche la loro designazione/qualificazione da parte dell'emittente[43].

[40] Sui lavori relativi al progetto di euro digitale (D€) e sulla tempistica di avanzamento del progetto v. *ecb.europa.eu/euro/digital_euro/progress/html/index.it.html*.

[41] Vedi cons. n. 10 e 11. Ancora più chiaramente si può pensare in questa prospettiva, ad esempio, allo splendido "Tondo Doni" di Michelangelo (il cui originale del 1506 è conservato agli Uffizi), che è stato riprodotto in copia digitale unica con il suo certificato di proprietà *NFT* che ne attesta l'unicità, la provenienza e l'assoluta autenticità. Il titolare dell'*NFT* è, quindi, titolare dei diritti sulla riproduzione digitale del Tondo Doni, non, ovviamente, dell'opera originale di Michelangelo. Ma pensiamo anche ad un *NFT* nativo (che nasce, cioè, come opera d'arte digitalizzata), come quello che, ad esempio, riproduce il "Primo cinguettio su Twitter" del suo fondatore Jack Dorsey. L'*NFT* nativo può, verosimilmente, essere considerato come opera dell'ingegno di carattere creativo ai sensi dell'art. 2575 c.c. e, quindi – diversamente dall'*NFT* che riproduce digitalmente un'opera reale – incorpora il diritto d'autore su tale opera dell'ingegno (v. M.F. Tommasini, *NFT o crypto art. Inquadramento giuridico e prospettive di tutela nel mercato digitale*, in *juscivile.it*, n. 3/2023; P.M. Gangi, *Diritto dei non-fungible token (NFT). Disciplina generale, proprietà intellettuale, aspetti regolamentari*, Torino, 2024, p. 42 ss.).

[42] Le parti frazionabili di una cripto-attività non possono essere considerate quali *NFT* e l'attribuzione di un *unique identifier* non è sufficiente per classificare la cripto-attività come *NFT*. Anche le attività o i diritti rappresentati devono essere unici e non fungibili (cons. 11 MiCAr).

[43] Si chiede, infatti, agli stessi emittenti di attestare la *non finanziarietà* delle cripto-attività.

 © Edizioni Scientifiche Italiane

La veste documentale del token (ossia la forma digitale) è rigida e non è disponibile. Non possono quindi esservi, come già detto, cripto-attività con forma diversa da quella digitale DLT. Ciò che, in realtà, caratterizza e distingue le diverse cripto-attività (e determina l'applicazione di una diversa normativa[44]) sono i diritti che le stesse attribuiscono e non la tecnologia sottostante che rappresenta un tratto comune a tutte le cripto-attività[45].

E non vi è dubbio che l'oggetto del token è estremamente variegato sia dal punto di vista del contenuto delle posizioni giuridiche rappresentate, sia per quanto attiene alla funzione economico-sociale assolta dalle cripto-attività.

Quanto al contenuto, non può, infatti, trascurarsi che questo non è per niente rigido, ma, anzi, può dirsi, "a geometria variabile".

Le cripto-attività, come detto, possono rappresentare: partecipazioni societarie o rapporti di finanziamento; denaro; valori economici incorporati nel mero dato elettronico; diritti di credito nei confronti dell'emittente aventi ad oggetto prestazioni pecuniarie o il godimento di beni o servizi; diritti che incorporano opere dell'ingegno; diritti di contitolarità su beni sottostanti, ecc.[46].

Si domanda, infatti, agli emittenti di cripto-attività diverse dagli ART e dagli EMT di presentare unitamente alla notificazione del *white paper* anche una "dichiarazione" relativa al fatto che la cripto-attività offerta non possa essere considerata uno strumento finanziario (ossia una cripto-attività non disciplinata da MiCAr), oltre ché un token di moneta elettronica o un token collegato ad attività (art. 8, co. 4, MiCAR). L'art. 18, co. 2, lett. e, MiCAr stabilisce, a sua volta, che la domanda di autorizzazione degli emittenti ART debba essere corredata da un "parere giuridico" che escluda l'assimilabilità dei medesimi nell'ambito delle cripto-attività non disciplinate da MiCAr (ossia strumenti finanziari), oltre ché dei token di moneta elettronica. La dichiarazione circa la mancata qualificazione della cripto-attività emessa o offerta in termini di strumento finanziario è rimessa dunque all'emittente.

[44] Va se non altro ribadito (v. *supra* nt. 29) – ancorché il punto meriti un approfondimento da svolgersi in altra occasione – come la diversa qualificazione del singolo cripto-strumento comporti l'applicazione di una differente disciplina. Le regole in materia di offerta al pubblico, di ammissione alla negoziazione, di servizi aventi ad oggetto cripto-attività, ma anche di regime di circolazione saranno ora quelle proprie della disciplina di diritto comune dei mercati finanziari, oppure quelle di MiCAr o di altra normativa a seconda della diversa natura giuridica della cripto-attività. Ed è interessante anche sottolineare come, nell'ambito dello stesso MiCAr, la disciplina applicabile non è per niente uniforme, ma è differenziata e graduata a seconda della tipologia di token considerato.

[45] Chiarissima in questo senso è anche l'Esma (*Linee Guida sulle condizioni e i criteri per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari*, cit., Linea guida 8, punto 56), secondo cui «la classificazione delle cripto-attività si basa sulla funzione economica e sui diritti che conferiscono piuttosto che sulla tecnologia sottostante».

[46] Può, quindi, darsi per acquisita la constatazione che le cripto-attività si presentano come un insieme estremamente variegato di posizioni giuridiche la cui natura giuridica non è alterata

© Edizioni Scientifiche Italiane ISSN 3035-3238

Ma anche deve notarsi – per un aspetto forse ancora troppo poco considerato e che va certamente scandagliato meglio – come la citata categoria dei token *other than* ("*cripto-attività diverse dagli ART e dagli EMT*") sembrerebbe legittimare la circostanza che possono essere creati cripto-strumenti emessi e circolanti su DLT di contenuto atipico determinato dall'autonomia dei privati (ulteriori rispetto agli *utility token*), purché, ovviamente, diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento.

E non vi è dubbio che, se così è, l'ansia definitoria di MiCAr, tesa, verosimilmente, ad evitare lacune normative, si risolve, in realtà, nel configurare fattispecie ampie ed aperte[47].

Quanto alla funzione, alla causa delle cripto-attività, al tipo di risultato che si intende conseguire, non è difficile comprendere che questo è mutevole e può variare in ragione della funzione sociale in concreto riconosciuta al token.

Può variare sia in senso orizzontale, tra diverse cripto-attività, sia in senso verticale, nell'ambito della medesima cripto-attività.

Pensiamo, nel primo senso, ad uno strumento finanziario digitale con causa di investimento finanziaria (un'azione di S.p.A.) e ad un token puro con causa di godimento (un *utility token*).

Nel secondo senso, si pensi sempre ad un *utility token*, nel quale, però, si combinano i diritti di godimento/utilità su beni o servizi con la negoziabilità, ammessa da MiCAr, di tali diritti su apposite piattaforme[48].

Solo per fare un esempio noto a tale ultimo riguardo, ci si può riferire ai *fantoken* del Paris Saint Germain (ossia degli *utility token*, nella classificazione MiCAr). Questi consentono sì ai tifosi di interagire con il proprio Club in modo innovativo (scelta della canzone da suonare allo stadio in caso di goal della propria squadra, cappello da indossare, ecc.), ma sono

dalla veste digitale in cui sono rappresentate, così M. Cian e C. Sandei, *Le cripto-attività: spunti per un inquadramento concettuale e disciplinare*, cit., p. 231 s., che sottolineano il polimorfismo delle cripto-attività (p. 234).

[47] Ne consegue altresì, conviene sottolinearlo, che, in funzione della specifica natura giuridica, le singole cripto-attività potranno poi essere ricondotte – nei singoli ordinamenti nazionali Ue – nelle diverse categorie civilistiche di possibile appartenenza (titoli di credito, titoli rappresentativi di merci, documenti di legittimazione, titoli impropri, beni materiali, beni immateriali, opere dell'ingegno, ecc.).

[48] Per quanto sia vero che la *negoziabilità* del token su piattaforme *ad hoc* sia ormai anche elemento fisiologico degli *utility token* MiCAr (art. 5 MiCAr) (e non più solo dei valori mobiliari MiFID), e, quindi, che la funzione di utilità non escluda la negoziabilità, appare altrettanto vero che l'*utility token*, come i valori mobiliari, possa essere emesso nella prospettiva della sua potenziale compravendita e, quindi, del mercato e nell'ottica, in definitiva, di una sua redditività finanziaria (più diffusamente sulla non coincidenza tra *utility token* e valori mobiliari, v. M. de Mari, *Utility token*, cit., p. 927 ss.; *supra* nt. 37).

ISSN 3035-3238 © Edizioni Scientifiche Italiane

anche negoziati sulla piattaforma *blockchain* che ha emesso i *fantoken* e, in occasione dell'acquisto del calciatore Messi da parte del PSG nell'agosto 2021, sono aumentati in una settimana del + 121 %, incrementando il loro valore da 19 a 42 euro[49].

Oppure, ancora, si pensi ai bitcoin che, come detto in apertura, possono essere utilizzati *solvendi* causa, quali mezzi di pagamento, se accettati in una data comunità, oppure per finalità di investimento se l'operazione avente ad oggetto bitcoin venga ad assumere una dimensione finanziaria, venendo inserita in uno schema negoziale e funzionale più articolato, quale una promessa di rendimento finanziario, ovvero negoziato su una piattaforma di *trading*, così che possa apprezzarsi per effetto dell'andamento delle sue quotazioni nel tempo.

Ognuna di queste cripto-attività può, peraltro, assolvere a più di una di queste funzioni, dando luogo a token con causa ibrida (ad es. token che attribuiscono contestualmente diritti di godimento, diritti agli utili e amministrativi nell'iniziativa economica a cui si partecipa), dei quali non sempre è agevole stabilire quale sia la causa o quale sia quella prevalente[50].

Senza poter procedere oltre in questa indicazione funzionale, la sensazione è che le cripto-attività non siano, effettivamente, un tipo normativo unitario ed univoco e non possano essere ascritte ad una unica tipologia, dal momento che hanno una causa e un contenuto tra loro diversi, spingendosi sino ai limiti dell'atipico per quanto sopra si è detto; piuttosto sono una categoria aperta, comprendente al proprio interno una molteplicità di tipologie (desumibili anche per sottrazione e differenza), la cui qualificazione giuridica non è legata solo alla tokenizzazione digitale (che nondimeno tutte le accomuna), bensì, appunto, al loro oggetto (in termini di "valori" e di "diritti") e alla loro funzione.

[49] V. il Comunicato di Banca d'Italia, *I fan token: parliamo ancora di criptovalute - Investimento o tifo per la squadra del cuore?*, *economiapertutti.bancaditalia.it.notizie.ifantoken* - 19 aprile 2022.

[50] Condividerei, per ragioni di tutela degli investitori, la prospettiva indicata dall'Esma (*Linee Guida sulle condizioni e i criteri per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari*, cit., Linea guida 9, punto 70), che fa prevalere, nella classificazione dei token ibridi, un approccio *gerarchico* orientato alla qualificazione della cripto-attività come strumento finanziario, quando il token ibrido presenta, appunto, anche le caratteristiche di uno strumento finanziario. Approccio certamente pragmatico, ma che si lascia preferire, per le anzidette ragioni di tutela, rispetto ad opinabili e complesse indagini circa la causa prevalente della cripto-attività (v., per un accenno, anche M. Lehmann, *MiCAR – Gold standard or Regulatory Poison for the Crypto Industry?*, in *EBI WPS*, 2024, n. 160, p. 6 s.). Peraltro, l'Esma suggerisce una rivalutazione periodica dei token ibridi, con conseguente aggiornamento della loro classificazione, per assicurare che il loro trattamento normativo sia sempre appropriato, nonostante i cambiamenti funzionali che gli stessi possono subire nel loro ciclo di vita.

© Edizioni Scientifiche Italiane ISSN 3035-3238

Se così è, può inoltre ragionevolmente opinarsi che – nonostante l'approccio dell'ordinamento europeo alle cripto-attività sia normativo e ancorato a categorie e connotati formali – la molteplicità e l'apertura delle fattispecie renderanno utile (se non indispensabile), in molti casi, un intervento specifico delle autorità competenti, *case by case* ed *ex post*, per verificare la corretta qualificazione delle cripto-attività (finanziarie o non finanziarie)[51].

Un esito finale che, paradossalmente, non è forse poi così lontano dall'approccio adottato negli Stati Uniti che – per quanto, per il momento, non si affidi a specifiche categorie normative di cripto-attività come fa l'Unione europea, ma alla sussunzione casistica di queste nella nozione di *investment contract* – si risolve ineluttabilmente in un metodo basato sulla sostanza rispetto alla forma e sulla classificazione *a posteriori* delle cripto-attività[52].

Abstract

Il presente contributo si prefigge di ricostruire la fattispecie delle cripto-attività come rinveniente dalle discipline armonizzate MiCAr (Reg. Ue n. 2023/1114) e da quelle unionali in materia di servizi finanziari. L'analisi mostra come tali cripto-attività non siano, effettivamente, un tipo normativo unitario ed univoco, dal momento che hanno un contenuto e una causa tra loro diversi, spingendosi sino ai limiti dell'atipico; piuttosto esibiscono i tratti di una categoria aperta, comprendente una molteplicità di tipologie (identificabili anche per sottrazione e differenza), la cui qualificazione giuridica non è legata solo alla forma digitale (che tutte le accomuna), bensì al loro oggetto (in termini di "valori" e di "diritti") e alla loro funzione. Nonostante l'approccio dell'ordinamento europeo alle cripto-attività sia normativo e ancorato a connotati formali, la molteplicità e l'apertura delle fattispecie renderanno utile (se non indispensabile), in molti casi, un intervento delle autorità competenti, *case by case* ed *ex post*, per verificare la corretta qualificazione delle cripto-attività (finanziarie o non finanziarie).

[51] In questo senso sembra invero propendere il cons. n. 14 MiCAr quando dice che «gli offerenti o le persone che chiedono l'ammissione alla negoziazione sono i principali responsabili della corretta classificazione delle cripto-attività che [però] potrebbe essere contestata dalle autorità competenti sia prima della data di pubblicazione dell'offerta sia in qualsiasi momento successivo».

[52] Sul confronto tra il sistema Ue MiCAr e quello USA, v. F. Annunziata, *Tassonomia delle cripto-attività e mercato dei capitali. Primi spunti per un confronto USA-UE*, cit., p. 915 ss.; C. Sandei, *La nuova disciplina europea delle cripto-attività un passo avanti (e due indietro)?*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2024, p. 864 ss.

ISSN 3035-3238 © Edizioni Scientifiche Italiane

The purpose of this paper is to reconstruct the case of crypto-activities as found in the harmonized MiCAr (EU Reg. No. 2023/1114) and EU financial services disciplines. The analysis shows how such crypto-activities are not, indeed, a unified and unambiguous regulatory type, since they have a content and cause different from each other, going as far as the limits of the atypical; rather, they exhibit the traits of an open category, comprising a multiplicity of types (also identifiable by subtraction and difference), whose legal qualification is not only linked to their digital form (which they all have in common), but to their object (in terms of "values" and "rights") and their function. Although the European legal system's approach to crypto-assets is normative and anchored in formal connotations, the multiplicity and openness of the cases will make it useful (if not indispensable), in many cases, for the competent authorities to intervene, case by case and ex post facto, to verify the correct qualification of crypto-assets (financial or non-financial).

Parole chiave: cripto-attività – forma digitale – contenuto – causa

Keywords: crypto-assets – digital form – content – consideration

© Edizioni Scientifiche Italiane ISSN 3035-3238