Utility token

Michele de Mari *

ABSTRACT

Il presente contributo si prefigge di ricostruire la nozione di *utility token* e il contenuto delle situazioni giuridiche incorporate negli stessi *token* di utilità secondo l'approccio normativo del regolamento (UE) 2023/1114 c.d. MiCAr. Gli esiti di tale indagine mostrano, secondo l'A., come la causa concreta dell'*utility token* sia da rintracciarsi nella combinazione delle diverse finalità che attraverso questo si realizzano: ossia, il godimento del bene o del servizio e la percezione della eventuale differenza di valore maturato dal *digital asset* nel proprio mercato secondario di riferimento, nel quale, peraltro, il valore del *token* di utilità è decorrelato rispetto al valore del bene e del servizio oggetto del *token*. Muovendo da tali esiti, si considerano gli ambiti di possibile sovrapposizione tra gli *utility token* e i *token*-valori mobiliari e tra gli *utility token* e i prodotti finanziari-*token*. Mentre con i valori mobiliari la coincidenza causale è solo parziale, con i prodotti finanziari vi è ampia sovrapposizione e quindi la normativa domestica sui prodotti finanziari (offerta al pubblico, offerta fuori sede e promozione e collocamento a distanza) sarebbe stata idonea a catturare anche gli *utility token*. Tuttavia, tale soluzione è destinata ad essere superata dall'entrata in vigore del MiCAr che prevale sulla normativa nazionale vigente. In questo senso va anche letta la stessa normativa nazionale italiana di adeguamento al MiCAr (d.lgs. 5 settembre 2024, n. 129).

The purpose of this contribution is to reconstruct the notion of utility token and the content of the legal situations embodied in utility tokens themselves according to the regulatory approach of EU Reg. 2023/1114 so-called MiCAr. The results of this investigation show, according to the author, how the concrete cause of the utility token is to be found in the combination of the different purposes that are realised through it: i.e., the enjoyment of the good or service and the perception of the possible difference in value accrued by the digital asset in its secondary market of reference, in which, moreover, the value of the utility token is decorrelated to the value of the good and service subject of the token. Building on these findings, we consider the areas of possible overlap between utility tokens and securities tokens and between utility tokens and financial token products. While with securities the causal coincidence is only partial, with financial products there is a large overlap and thus the domestic regulation of financial products (public offer, off-premises offer and remote promotion and placement) was also capable of capturing utility tokens. However, this solution is bound to be superseded by the entry into force of the MiCAr, which takes precedence over the existing domestic regulation. Italy's own national legislation complying with MiCAr (Legislative Decree No. 129 of 5 September 2024) should also be read in this sense.

* Professore associato di diritto commerciale, Università degli Studi di Verona; e-mail: michele.demari@univr.it.

SOMMARIO:

1. I 50 anni della Consob e una nuova stagione dell'atipico. – 2. *Utility token ante litteram*. – 3. Nozione e causa giuridica degli *utility token*. – 4. Confronto (e ambiti di sovrapposizione) tra gli *utility token* e le cripto-attività che sono valori mobiliari e prodotti finanziari ai sensi del t.u.f.

1. *I 50 anni della Consob e una nuova stagione dell'atipico.*

Prendere la parola oggi, 7 giugno 2024, non può non stimolare sensazioni e accostamenti che non sono solo dovuti alla facile suggestione che proprio il 7 giugno di 50 anni fa veniva istituita, con la l. n. 216 del 1974, la Consob [1], ma che, in realtà, derivano dal forte parallelismo che, a mio avviso, si può stabilire tra le vicende che in ambito finanziario si andavano verificando dopo la metà degli anni '70 – inizio anni '80 del secolo scorso – e quelle che si stanno oggi manifestando, ormai da più di un quindicennio, grazie alla c.d. digitalizzazione della finanza e, segnatamente, all'avvento della *blockchain* e della tecnologia a registri distribuiti (c.d. *DLT*) [2].

---

[1] La Consob nasce con grave ritardo rispetto alla statunitense *Security and Exchange Commission* (*SEC*), istituita nel 1934, e dopo la costituzione di altre consimili Autorità di controllo di Paesi Cee e con un percorso normativo e parlamentare tutt'altro che lineare (su cui v., in luogo di molti, G. CASTELLANO, *I controlli esterni*, nel *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, 5, Torino, Utet, 1988, 307 ss., specif. 309, nt. 3, ove ampi richiami bibliografici attinenti alla l. n. 216/1974, cui *adde* S. CASSESE, *La Commissione nazionale per le società e la borsa – Consob e i poteri indipendenti*, in *Riv. soc.*, 1994, 412-425 e, da ultimo, CONSOB, *Consob 50 anni di storia. La regolamentazione e la vigilanza sui mercati finanziari dal 1974 al 2024*, Roma, 2024, 12 ss.). La neonata Autorità non poteva ancora contare, ai suoi albori, su una organica disciplina del mercato mobiliare e dell'attività di intermediazione mobiliare, il cui primo tassello sarebbe stato introdotto successivamente con la l. n. 1/1991 («Disposizioni dell'attività di intermediazione mobiliare e sull'organizzazione dei mercati mobiliari»), ma solo, come subito si dirà, su una embrionale normativa a tutela della sollecitazione all'investimento del pubblico risparmio.

[2] Non si può qui indugiare su tali tecnologie che sono comunque alla base tanto delle cripto-attività finanziarie quanto di quelle non finanziarie; basti, tuttavia, tenere a mente che la tecnologia a registro distribuito (c.d. *Distributed Ledger Technology*, *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) 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». Nell'ambito dell'ordinamento giuridico nazionale, *ex* art. 8-*ter*, primo comma, d.l. 14 dicembre 2018, n. 135, convertito con modificazioni dalla l. n. 12/2019, si definiscono tecnologie basate su registri distribuiti «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 che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili».

Il parallelismo non dipende, ovviamente, dal fatto che in quell'epoca esistessero strumenti digitali, finanziari o non finanziari, emessi e circolanti su *blockchain* e *DLT* (queste tecniche di documentazione e circolazione erano allora ben lungi anche solo dall'essere immaginate), ma piuttosto è legato alla circostanza che, ora come allora, questi nuovi strumenti sono offerti al pubblico dei risparmiatori e servono a finanziare lo sviluppo di progetti imprenditoriali da parte di chi emette questi *digital asset*.

La seconda metà degli anni '70 viene, infatti, ricordata come la stagione dei "titoli atipici" e degli investimenti "alternativi" del risparmio, in cui cominciarono a circolare e ad essere offerti al pubblico sul mercato mobiliare strumenti nuovi, appunto, "atipici": si trattava, in particolare, di certificati cc.dd. immobiliari che rappresentavano pro-quota i diritti di partecipazione dell'associato in un affare dell'associante specificamente individuato [3].

Questi titoli non trovarono, inizialmente, un riscontro preciso nella normativa della finanza di allora, né le relative tecniche promozionali e di commercializzazione "porta a porta" (tipiche del mercato dei beni di consumo) erano quelle tradizionali dell'intermediazione bancaria.

La risposta del legislatore dell'epoca fu, semplificando al massimo il discorso, quella di modificare l'art. 18 della l. n. 216 del 1974, inserendo, da un lato, nella già esistente nozione di valore mobiliare anche quella di «ogni documento o certificato rappresentativo di diritti relativi a beni materiali o proprietà immobiliari» (art. 18-*bis*) e, dall'altro, quella di ricondurre l'offerta al pubblico di tali valori nell'ambito della disciplina che allora si chiamava sollecitazione all'investimento e richiedeva la previa comunicazione alla Consob dell'offerta e la pubblicazione del prospetto informativo.

In quella stagione, si intervenne, in altre parole, estendendo l'oggetto dei valori mobiliari anche ai titoli atipici e sottoponendo tale nuova categoria di valori mobiliari alle regole già esistenti della sollecitazione all'investimento.

Da allora molto tempo è passato: oggi, nell'era digitale, assistiamo all'emissione di cripto-attività o gettoni (*token*) digitali rappresentativi di valori e diritti diversi e con funzioni differenti.

Oggi come in quel periodo, però, questi titoli sono funzionali a raccogliere risparmio presso il pubblico indistinto con un approccio innovativo ed inclusivo al finanziamento. E, come allora, questa nuova raccolta di capitali, espone i possessori di cripto-attività a rischi non tutelati e reclama, quindi, una nuova disciplina tanto sul piano della tipizzazione di questi investimenti alternativi, quanto su

---

[3] Per i dovuti approfondimenti si rinvia a P. SPADA, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1986, I, 22 ss.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Tipicità e atipicità nei titoli di credito*, Milano, Giuffrè, 1992, 199 ss.; G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, *Trattato delle società per azioni,* diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, 10, II, Torino, Utet, 1993, 3 ss.

quello della introduzione di un regime di trasparenza obbligatoria per la loro offerta al pubblico, nonché sul piano della prestazione di servizi aventi ad oggetto cripto-attività.

Quindi, a ben riflettere, nulla di particolarmente nuovo rispetto a 50 anni fa sul piano concettuale e sistematico, se non che: – (i) l'era dell'atipico e degli investimenti alternativi è dura a morire e tende a rinverdirsi attraverso nuove forme digitali; – (ii) oggi esistono delle norme dell'Unione Europea (che prevalgono su quelle nazionali), come il c.d. MiCAr (*Markets in Crypto-Assets regulation*: regolamento (UE) 2023/1114 del 31 maggio 2023) che regolano tali fenomeni con soluzioni non innovative mutuate dal diritto della finanza unionale.

Ebbene, alcuni di questi *digital asset* (gli *investment token*) hanno natura e contenuto finanziario, sono equiparati agli strumenti finanziari pur non avendo forma cartolare o dematerializzata bensì di cripto-attività e a questi si applica il diritto comune delle *securities* e la nuova legge di circolazione degli strumenti finanziari digitali introdotta dal c.d. Decreto *Fintech* [4].

Vi sono altri *token*, i cc.dd. *utility-token* previsti dalla disciplina MiCAr, che – come subito dirò – pur avendo un contenuto intrinseco non finanziario ma di godimento, presentano tratti di finanziarietà (legati alla loro negoziabilità) che rendono problematico il loro inquadramento e la loro distinzione dalle altre cripto-attività che sono valori mobiliari e prodotti finanziari.

È proprio sugli *utility token* che vorrei ora concentrare l'attenzione, soffermandomi, pur nella necessaria sintesi del presente intervento, almeno su due aspetti.

1) la nozione e il contenuto della situazione giuridica incorporata nei *token* di utilità;

2) l'impatto degli *utility token* sulle cripto-attività che sono valori mobiliari e prodotti finanziari ai sensi del t.u.f.

Mi preme far presente che la mia riflessione sarà centrata sugli *utility token* c.d. puri, tralasciando quelli cc.dd. ibridi, perché quando un *utility token* presenta anche caratteristiche di uno strumento finanziario o di uno strumento di pagamento, è ragionevole opinare che tali caratteristiche prevalgano sulla qualificazione come *utility token*, dovendosi adottare in tal caso un "approccio gerarchico" alla classificazione [5].

---

[4] Il riferimento è al d.l. 17 marzo 2023, n. 25, coordinato con la legge di conversione 10 maggio 2023, n. 52 e, ancor prima, al novellato art. 1, secondo comma, t.u.f., secondo cui per strumento finanziario si intende «qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell'Allegato I [t.u.f.], compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito».

[5] Cfr. ESMA, *Progetto di Linee Guida sulle condizioni e sui criteri per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari* (Documento di consultazione), punto 78, 29 gennaio 2024 (Esma 75-453128700-52); A. CAPONERA, C. GOLA, *Aspetti economici e regolamentari delle "crypto-attività"*, in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza (Occasional Paper)*, 2019, Roma, 11

2. Utility token ante litteram.

Per affrontare il primo punto, è necessario muovere dalla tassonomia degli *utility token* nel MiCAr secondo un approccio normativo, ma prima ancora deve ricordarsi (anche per mettere subito a fuoco il fenomeno in concreto) come degli *utility token ante litteram* esistessero già molto prima del MiCAr.

Mi riferisco, in particolare, ai vecchi *gettoni* (appunto, *token*) telefonici: erano "fisici", di metallo, non digitali e non "giravano" su *blockchain* ed erano 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: erano degli *utility token* puri!

Dall'altro, potevano anche essere utilizzati come moneta, pur non avendo alcun corso legale, venendo accettati dal creditore per l'adempimento di piccoli debiti pecuniari. A volte ancora 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 [6].

Quando combinavano la funzione di utilità con quella di pagamento e/o con quella speculativa davano luogo a quelli che oggi chiameremmo *token* ibridi.

Tralasciando altri esempi di *token* di utilità *ante litteram* che pure si potrebbero richiamare, già in passato emersi nella tipologia della realtà grazie anche ad alcune applicazioni interpretative della Consob del 1998-1999 e del 2001 (mi riferisco ai certificati di vino "*en primeur*" o, per altro verso, anche ai certificati rappresentativi dei diritti di ormeggio [7]), penso possa dirsi – anticipando un po' le fila del discorso e avanzando qualche prima ipotesi ricostruttiva – che la novità rispetto al passato stia ora non solo nella tecnologia *DLT*, nella crittografia e negli *smart contracts* che sono alla base dei nuovi *digital asset*, ma soprattutto nella

---

ss.; v. anche P. MAUME, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both ?*, 2023, 12 in SSRN: https://ssrn.com or http://dx.doi.org.

[6] 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, 95.

[7] Comunicazioni Consob n. DIS/98082979 del 22.10.1998, n. DIS/99006197 del 28 gennaio 1999, n. DEM/1043775 del 1° giugno 2001. Nelle prime due comunicazioni ci si riferiva ai certificati "*en primeur*", ossia a «certificati rappresentativi del diritto del sottoscrittore o del successivo cessionario di ottenere la consegna, ad una data prefissata, di un certo quantitativo di vino», con la particolarità che era previsto un mercato secondario dei certificati in cui una banca intermediava l'acquisto e la vendita dei certificati con relativa pubblicazione del listino di vendita. E fu proprio l'esistenza di un mercato secondario di tali certificati a far propendere l'autorità di vigilanza per una qualificazione di tali strumenti in termini di "investimenti tipicamente finanziari", prevalendo tale profilo sulla finalità di godimento del bene di consumo rappresentato dal diritto alla consegna del vino alla scadenza.

combinazione normativa, emergente dal MiCAr, tra la funzione negoziale di godimento dagli stessi assolta e la loro dimensione dinamica di mercato in cui la negoziabilità genera una aspettativa di rendimento finanziaria.

3. *Nozione e causa giuridica degli* utility token.

Ciò premesso, possiamo passare ad esaminare la nozione di *utility token* in ambito MiCAr [8], rimarcando che alla base dell'offerta di *utility token* c'è sempre una esigenza di finanziamento dell'impresa emittente, la quale – a fronte degli *utility token* emessi per realizzare un ben preciso progetto imprenditoriale – si avvale delle somme o delle cripto-valute raccolte presso i sottoscrittori di *token*.

Il meccanismo – conviene sottolinearlo per evitare fraintendimenti – non è quello del finanziamento in senso tecnico, in cui, a fronte del prestito ottenuto, l'emittente è obbligato a restituire il *tandundem eiusdem generis* e il *token* rappresenta il diritto di credito del finanziatore, ma quello del finanziamento c.d. commerciale che l'emittente richiede al pubblico per sviluppare una propria attività contro la cessione del godimento di beni e servizi futuri che saranno realizzati sulla base della provvista ricevuta.

Per fare un esempio concreto tratto dalla giurisprudenza, si pensi come, a fronte di una raccolta di capitali finalizzata alla creazione di una piattaforma decentralizzata di servizi logistici, a chi contribuisce vengano corrisposti in cambio gettoni digitali che costituiscono titoli per l'utilizzo della piattaforma [9].

---

[8] Può essere utile qui richiamare, senza pretesa di esaustività, la bibliografia che in argomento si sta cominciando a formare: G. GITTI, *Emissione e circolazione di cripto-attività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 13 ss.; R. LENER, L. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari crittografati ?*, in *Dirittobancario.it,* 2020; H. BENEDETTI, L. ABARZÚA, C. CACERES FUENTES, *Utility Tokens* (December 15, 2021), in SSRN: https://ssrn.com or http://dx.doi.org; M. CIAN, *La nozione di criptoattività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno*, in *ODCC*, 2022, fascicolo speciale, 68; C. SANDEI, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, Giappichelli, 2022, 36; D. FLORYSIAK, *Utility Tokens, Markets in Crypto Assets Regulation (MiCAR), and the Costs of Being Public* (December 2022), in SSRN: https://ssrn.com or http://dx.doi.org; W.A. KAAL, *Securities Versus Utility Tokens* (January 31, 2022), in SSRN: https://ssrn.com; M. DE MARI, *Le cripto-attività nella prospettiva MiCAr tra innovazione e (iper-)regolamentazione*, in *Automazione; Diritto e Responsabilità*, Napoli, ESI, 2023, 293 ss.; P.CARRIERE, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, in *Quaderni giuridici Consob* n. 25/2023, Roma, 55; P. MAUME, (nt. 5); M. DE MARI, *Le cripto-attività nella disciplina MiCAr e la finanziarietà delle "cripto-attività non finanziarie"*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, dicembre 2023, 10; F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MiCAR)*, in *RDS*, 2023, 945; F.P. PATTI, *L'offerta al pubblico di cripto-attività nel titolo II del regolamento MICA*, in *Riv. dir. civ.*, 2024, 99 ss.

[9] Cass. pen., sez. II, 26 ottobre 2022, n. 44378.

Si può inoltre ricordare l'esempio dei *fan-token* negoziati su apposite piattaforme (menzionato dalla Banca d'Italia nel 2022) – emessi dai club di varie discipline sportive, grazie ai quali questi ultimi possono interagire con i propri sostenitori in modo innovativo – il cui controvalore, soprattutto in occasione di particolari vicende, può variare in modo molto significativo [10].

Ebbene, la definizione di *utility token* è data dal MiCAr sia in termini affermativi sia in negativo (*per genus et differentiam*, si potrebbe dire), ossia precisando ciò che l'*utility token* è e ciò che non può essere.

Diciamo subito che gli *utility token* rientrano tra le cripto-attività c.d. *other than*, categoria che comprende tutte le cripto-attività diverse dagli *asset referenced token*-ARTs e dagli *e-money token*-EMTs [11].

Non sono *utility token* le cripto-attività coincidenti con gli strumenti finanziari. E non sono neppure *utility token* le altre cripto-attività finanziarie elencate nell'art. 2, n. 4, MiCAr espressamente escluse dall'applicazione del MiCAr [12- 13].

Tornando alla nozione in positivo, va ribadito che questi sono una *species* del più ampio genere "cripto-attività" (nel quale, come detto, rientrano anche gli ARTs e gli EMTs), ossia sono una «rappresentazione di un valore o di un diritto che può

---

[10] Si tratta, più precisamente, di gettoni digitali emessi da (e spesso negoziati su) piattaforme basate sulla tecnologia *blockchain*, acquistati con euro convertiti nella criptovaluta emessa dalla stessa piattaforma, grazie ai quali i *club* di varie discipline sportive entrano in relazione con i propri sostenitori. In Italia, l'iniziativa è in espansione tra le squadre di calcio. Coinvolge attualmente diverse società tra cui Juventus, Inter, Milan, Roma e Lazio, alle quali si è aggiunta di recente anche la Nazionale di calcio italiana. Con l'acquisto di pacchetti di gettoni, il tifoso accede a forme di intrattenimento che vanno dalla collezione di immagini e filmati celebrativi dei club, alla partecipazione a sondaggi per influenzare le attività della propria squadra, ad esempio la scelta della canzone da suonare allo stadio in caso di gol o il modello di cappello da far indossare in campo all'allenatore (in questo senso cfr. il Comunicato di Banca d'Italia, *I fan token: parliamo ancora di criptovalute – Investimento o tifo per la squadra del cuore?*, http://www.economiapertutti.bancaditalia.it.notizie.ifantoken – 19 aprile 2022). In occasione dell'acquisto di un notissimo calciatore da parte del *PSG* nell'agosto 2021, il valore dei *fan-token* del *PSG* in una settimana è aumentato addirittura del 121%, incrementandosi da 19 a 42 euro (su questo profilo della negoziabilità si tornerà più avanti).

[11] Gli ARTs sono cripto-attività che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o un diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali; gli EMTs sono cripto-attività che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una singola valuta ufficiale (art. 3, primo comma, nn. 6 e 7).

[12] Cfr. cons. n. 9. Più precisamente, il MiCAr non si applica alle cripto-attività già oggetto di regolamentazione eurounitaria in quanto qualificabili come: (i) strumenti finanziari ai sensi della direttiva 2014/65/UE, (ii) depositi ai sensi della direttiva 2014/49/UE, compresi i depositi strutturati ai sensi della direttiva 2014/65/UE, (iii) fondi ai sensi della direttiva (UE) 2015/2366, (iv) posizioni inerenti cartolarizzazioni ai sensi del regolamento (UE) 2017/2402 e (v) prodotti assicurativi non vita o vita, prodotti pensionistici o regimi di sicurezza sociale.

[13] Attesa, però, per quanto si dirà, l'attitudine degli *utility token* a soddisfare anche esigenze di natura finanziaria, viene imposto all'offerente gli *utility token* di dichiarare – con una attestazione gravida di rischi legali per chi la rilascia – i motivi per cui gli *utility token* offerti non costituiscono cripto-attività finanziarie (art. 8, quarto comma).

essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analoga» [14].

Rappresentazione che, nello specifico, è «destinata unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente».

E su questa definizione che occorre ora appuntare l'attenzione.

La norma (tanto nella versione in lingua inglese che in quella italiana) 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 [15]. Il che sembrerebbe inoltre poter essere confermato dalla circostanza (dal *wording* normativo non chiarissimo) che gli *utility*, durante o al termine dell'operazione, possono essere *riscattati* con i beni o servizi a cui danno accesso [16- 17].

In questa prospettiva, il rapporto giuridico causale che giustifica l'emissione dell'*utility token*, è, quindi, lato sottoscrittore del *token*, quello di godimento di un bene o di un servizio; dal lato dell'emittente, come già detto, è quello di finanziare un proprio progetto imprenditoriale attraverso la vendita dei *token* [18].

Nella nozione di *utility token* non è poi precisato se deve trattarsi di un bene o di un servizio *presente* o *futuro*, ma lo stesso MiCAr prevede che la disciplina (solo) dell'offerta al pubblico di *token* non si applichi quando l'offerta riguarda «un bene o un servizio esistente o in gestione», pur rilevando che tale esenzione non trova applicazione quando vi è «l'intenzione di chiedere l'ammissione alla negoziazione» di quella cripto-attività [19].

---

[14] La componente tecnologica, pur essendo un elemento costitutivo dei *crypto-asset*, non costituisce un fattore chiave distintivo di tali attività, dal momento che possono oramai essere emessi, come meglio si dirà più avanti, anche strumenti finanziari mediante tecnologia a registro distribuito, ossia strumenti finanziari documentati e circolanti in forma di cripto-attività (art. 2, secondo comma, t.u.f.).

[15] L'uso dell'avverbio "unicamente" sembra alludere al fatto che l'*utility token* dia accesso solo al godimento e non anche a diritti di profitto o altro, caratterizzando così l'*utility token* c.d. puro. In termini, invece, meno rigorosi cfr. F.P. PATTI, (nt. 8),101 e 103.

[16] All. I, Parte G, n. 5.

[17] Il titolare del *token* di utilità, in altre parole, può ottenere la disponibilità del bene o del servizio a cui gli *utility* si riferiscono, ma, pur essendo titolare del *token*, non ha un diritto di proprietà sul bene o servizio oggetto del *token*.

[18] Questo modello di "finanziamento/raccolta" sembra reinterpretare quei risalenti modelli di finanziamento di progetti imprenditoriali che facevano ricorso al credito fornito dai clienti, tramite acconti o anticipi di prezzo, ovvero a schemi negoziali osservabili in particolari settori in cui si ricorre a contratti di prevendita dei diritti quale mezzo di prefinanziamento della sottostante attività, o ancora al settore immobiliare che fa talora ricorso allo schema negoziale dell'acquisto di immobili da costruire o c.d. "vendita su carta", in questo senso v. P. CARRIERE, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, (nt. 8), 59.

[19] Vedi, rispettivamente, l'art. 4, terzo comma, lett. *c*) e il quarto comma del medesimo articolo e il cons. 26.

Quindi, il bene o il servizio è futuro, ma può essere anche già esistente o già operativo, ove l'*utility token* sia destinato alla negoziazione.

Non è richiesto che il bene o il servizio siano *digitali*, mentre è indispensabile, come già detto, che il *token* sia digitale, dovendo necessariamente essere emesso e memorizzato elettronicamente attraverso la tecnologia *DLT* [20].

Non è poi neppure precisato se l'utilità portata dal *token* sia *ad esecuzione istantanea o ad esecuzione continuata* e se il diritto di godimento debba essere sempre il medesimo o se un *utility token* possa attribuire anche diritti di utilità diversi con il medesimo *token.* Dal momento che i diritti e gli obblighi connessi alle cripto-attività sono comunque stabiliti nel *White Paper*, propenderei per l'idea che l'emittente possa modulare i contenuti e le condizioni per l'esercizio dell'*utility token* in autonomia nei limiti del perimetro della fattispecie [21].

Continuando ad evidenziare le caratteristiche costitutive di questi strumenti, credo sia decisivo avvertire – anche con una certa enfasi per l'importanza che il termine riveste nel diritto cartolare – che gli *utility token* sono di norma *trasferibili* [22- 23] e sono fungibili, standardizzati e in numero predefinito, allineandosi i *token*

---

[20] Così M. CIAN, (nt. 8), 68.

[21] All. I, Parte G, nn. 1 e 4.

[22] V. cons. 17 secondo cui «le attività digitali che non possono essere trasferite ad altri possessori non rientrano nella definizione di cripto-attività». Pertanto, le cripto-attività digitali accettate solo dall'emittente o dall'offerente e che sono tecnicamente impossibili da trasferire direttamente ad altri possessori sono escluse dall'ambito di applicazione di MiCAr. Si pensi, ad esempio, ai programmi di fidelizzazione in cui i punti di fedeltà possono essere scambiati per ottenere benefici solo con l'emittente o l'offerente di tali punti (cons. n. 17). L'eccezione che conferma la regola è quella che impone al *White Paper* di specificare in modo inequivocabile il caso in cui la cripto-attività non è trasferibile (art. 6, quinto comma, lett. *b*)

[23] La trasferibilità (che è concetto diverso rispetto alla negoziabilità) è tuttavia strettamente legata alla circolazione degli *utility token*. Senza poter qui approfondire il tema, basti dire che questi strumenti digitali circolano secondo la legge di circolazione della *DLT* prescelta, in forza della quale si legittimano i titolari dell'*utility token*. Tali regole di circolazione hanno, però, natura *convenzionale*. La mancanza di una legge di circolazione legale non consente la loro circolazione secondo le regole dei titoli di credito. Il regime convenzionale non può, infatti, far assumere rilievo cartolare o scritturale a formalità di cessione che non sono già contemplate come tali dall'ordinamento. Di conseguenza non si possono applicare le regole cartolari/scritturali dei titoli di credito ma dovrebbero applicarsi quelle di diritto comune sulla cessione dei crediti. Ad oggi sembra quindi di poter dire che la circolazione dei diritti rappresentati dall'*utility token* su *DLT* avviene, a titolo derivativo, con gli effetti della cessione dei crediti ma senza la forma della cessione.

Sembra qui riproporsi – sia detto per inciso – la medesima problematica giuridica attinente alla circolazione degli strumenti finanziari digitali che poi è stata risolta dal citato "Decreto FinTech", che, come si sa, ha introdotto un regime di circolazione digitale su registri *DLT*, alternativo alla circolazione cartolare e a quella dematerializzata, legittimando *ex lege* il possessore dello strumento finanziario digitale all'esercizio del diritto incorporato nello stesso secondo le disposizioni del Decreto FinTech (v., prima del Decreto, P. CARRIERE, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, (nt. 8), 112 ss., 117; A. GENOVESE, *La circolazione dei valori mobiliari su blockchain*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, I, 201).

di utilità – come sottolinea l'Esma – «ad un insieme uniforme di *crypto-asset* con identici diritti e caratteristiche, rendendoli intercambiabili» [24] (sono esclusi da questa categoria i *non fungible token*-NFT).

Assume a mio avviso carattere cruciale e definitivo, nella ricostruzione della fattispecie in esame, l'elemento della *negoziabilità* del *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 e, anzi, risulta essere ipotesi fisiologica della nostra fattispecie [25].

Qui le gestioni di piattaforme sono considerate equivalenti alle gestioni di sistemi multilaterali di negoziazione e consentono l'incontro tra proposte di vendita e di acquisto di cripto-attività, esattamente come i sistemi multilaterali MiFID dove vengono negoziati strumenti finanziari [26]. Le piattaforme assumono – anche da un punto di vista tecnico ed organizzativo – i caratteri tipici di un mercato secondario di *utility token*; quindi – vale la pena sottolinearlo – non è semplicemente richiesta la sola idoneità ad essere «negoziati nel mercato dei capitali» come per i valori mobiliari, ma è, vieppiù, prevista la negoziabilità su apposite piattaforme di cripto-attività.

E comunque anche se l'*utility token* non è ammesso alla negoziazione, il *White Paper* deve in ogni caso indicare «come e dove sia possibile acquistare o vendere gli utility token dopo l'offerta al pubblico» [27].

Il che consente di dire che l'*utility token*, come lo strumento finanziario, è emesso nella prospettiva della sua potenziale compravendita e, quindi, del mercato e nell'ottica, in definitiva, di una sua redditività finanziaria [28].

È chiarissima – secondo me – la spinta del legislatore comunitario nel disegnare degli strumenti che, al di là della loro specifica funzione di godimento, assolvano ad una ulteriore e preminente funzione: quella di consentirne l'acquisto per poi poterli rivendere ad un prezzo maggiore rispetto a quello originariamente pagato.

Con i *token* di utilità si determina, in realtà, una operazione in cui i diritti di godimento su un bene o un servizio si combinano con la negoziazione di tali diritti su un mercato finanziario. E ciò genera una aspettativa di rendimento finanziario che rappresenta indubbiamente un indice di finanziarietà; senza dire qui che

---

[24] Esma, (nt. 3), punto 61.

[25] Si veda l'art. 5.

[26] Art. 60, terzo comma, lett. *b*).

[27] Allegato I, Parte G, n. 6.

[28] Tanto per rimarcare il rilievo della negoziabilità in questo ambito, in chiave simmetrica rispetto a quanto avviene per gli strumenti finanziari, giova sottolineare che – sulla falsariga di quanto disposto per l'ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari nei mercati regolamentati – è prescritto che le cripto-attività in esame possano essere ammesse alla negoziazione (anche in assenza di domanda dell'emittente) su iniziativa del gestore della piattaforma di negoziazione.

MiCAr qualifica, comunque, l'operatività in cripto-attività (anche non negoziate) in termini di "investimento", così rivelando, ancora una volta e per altro verso, la vera natura finanziaria delle cripto-attività asseritamente non finanziarie [29].

Ciò che voglio dire è che, nella visione MiCAr, i *token* di utilità non servono solo a fruire del bene o del servizio, ma servono anche per negoziare tali diritti e per far circolare le relative situazioni giuridiche soggettive traendone un profitto. Ed è oltremodo difficile dire in concreto quale delle due funzioni economico-individuali (utilità/negoziabilità) sia quella tipica dell'*utility token* e se una sia prevalente o strumentale rispetto all'altra [30].

A me sembra che si possa dire che la causa concreta del negozio giuridico di acquisto dell'*utility token* sia da rintracciarsi nella combinazione dei diversi interessi che attraverso questo si realizzano: ossia, il godimento del bene e la percezione della eventuale differenza di valore maturato dal *digital asset* nel proprio mercato secondario di riferimento, nel quale, peraltro, si badi bene, il valore del *token* è decorrelato rispetto al valore del bene e del servizio oggetto del *token*.

4. *Confronto (e ambiti di sovrapposizione) tra gli* utility token *e le cripto-attività che sono valori mobiliari e prodotti finanziari ai sensi del t.u.f.*

Se si condivide questa impostazione e soprattutto la circostanza che i tratti caratteristici dei *token* in esame siano quelli sin qui descritti, si può allora – ancorché solo per rapidi passaggi – verificare se esiste una sovrapposizione tra gli *utility token* e i valori mobiliari-*token* e tra gli *utility token* e i prodotti finanziari-*token*.

Ebbene, senza poter qui ripercorrere le origini e la nozione dei valori mobiliari *ex* art. 1, comma 1-*bis*, t.u.f., posso ricordare, riducendo all'osso il discorso, che il valore mobiliare, si caratterizza, sia nella versione domestica che in quella MiFID, per la sua appartenenza ad una classe di titoli, per la sua causa intrinseca finanziaria (ossia per la relazione di investimento/finanziamento tra il sottoscrittore e l'emittente), nonché per la negoziabilità del titolo (ossia, come già osservato,

[29] Vedi in particolare l'art. 81, primo comma, che, con riguardo ai servizi di consulenza e di gestione di portafoglio di cripto-attività, prescrive un *test* di adeguatezza tra il profilo del cliente e la cripto-attività identico (quanto a parametri di adeguatezza utilizzati) a quello previsto dalla normativa MiFID e, in particolare, tiene in considerazione le conoscenze dei clienti e le loro esperienze di *investimento* in cripto-attività, i loro *obiettivi di investimento*, inclusa la *tolleranza al rischio*, e la loro *situazione finanziaria*, inclusa la *capacità di sostenere le perdite*.

[30] Compie questo sforzo ermeneutico, pur consapevole della difficoltà, M. Cian, (nt. 8), 70, secondo il quale la valutazione circa la prevalenza dell'utilità o della negoziabilità va condotta alla luce dell'apprezzamento sociale (attuale o ragionevolmente atteso), non del singolo motivo individuale del singolo consumatore/risparmiatore.

per la sua idoneità ad essere oggetto di un flusso di domande in acquisto e vendita sul mercato dei capitali) [31].

Se l'elemento dell'appartenenza ad una classe di titoli e la negoziabilità sono presenti tanto nell'*utility token* che nei valori mobiliari, altrettanto non si può dire per il contenuto intrinseco che li caratterizza: nel primo caso, come ampiamente detto, il sostanziale è rappresentato da una relazione di godimento, nel secondo la relazione è di investimento/finanziamento.

Quindi, le due cripto-attività sono solo parzialmente sovrapponibili e può perciò forse giustificarsi un diverso trattamento normativo dei *token* di utilità, ancorché si debba soggiungere che la disciplina "para-finanziaria" MiCAr altro non è – secondo una visione neppure troppo semplificata – che un *copy and paste* della normativa MiFID e di quella Prospetto con alcune specificità, ma senza, invero, differenze rimarchevoli [32].

Molto più netta è invece la sovrapposizione con i prodotti finanziari, consistenti, come si sa, secondo la nozione domestica del t.u.f., in «strumenti finanziari e in ogni altra forma di investimento di natura finanziaria diversa dagli strumenti finanziari».

La Consob – sulla falsariga del c.d. "*Howey Test*" applicato dalla SEC con riguardo al "contratto di investimento" – ha da sempre sostenuto che la fattispecie prodotto finanziario può dirsi integrata quando in essa sono compresenti gli elementi *dell'impiego di capitali*, *dell'aspettativa di rendimento finanziaria* e *dell'assunzione di un rischio connesso all'impiego di capitali* [33].

Questo vuol dire, secondo l'autorità di vigilanza e gli accademici, che l'ope-

---

[31] Questa nozione di valore mobiliare è pacifica in dottrina, v., *ex multis*, M. CIAN, *Strumenti finanziari*, in *Diritto on line Treccani.it*, 2015. Come pure è normativamente indiscutibile che la categoria dei valori mobiliari rientri in quella più ampia degli strumenti finanziari (alla quale appartengono altresì gli strumenti del mercato monetario, le quote di Oicr, le quote di emissioni *ex* direttiva 2003/87/Ce e gli strumenti finanziari derivati), che, a loro volta, possono ascriversi nella ancor più vasta categoria domestica dei prodotti finanziari *ex* art. 1, primo comma, lett. *u*), t.u.f.

[32] Tanto è vero che, in ambiente *social media*, MiCAr è icasticamente identificata come "*MiFID for crypto*" (*i.e.*: come una disciplina finanziaria per un mercato [asseritamente] non finanziario). In argomento v. P. MAUME, (nt. 8), 21 e sia consentito rinviare altresì a M. DE MARI, *Le cripto-attività nella prospettiva MiCAr tra innovazione e (iper-)regolamentazione*, (nt. 8), 310 ss. e ID., *Le cripto-attività nella disciplina MiCAr e la finanziarietà delle "cripto-attività non finanziarie"*, (nt. 8), 10 ss. Allude ad un vero e proprio esercizio di *cross-sectorial regulation* (seppure precipitato in un unico ambito) anche F. ANNUNZIATA, (nt. 8), 931.

[33] *Cfr*. Comunicazioni Consob n. 96009868 del 5 novembre 1996, n. 12079227 del 4 ottobre 2012, n. 13038246 del 6 maggio 2013, n. 13017415 del 1° marzo 2015; Delibere Consob n. 19968 del 20 aprile 2017 e n. 20207 del 6 dicembre 2017. V. il noto *test* di *Howey*, applicando il quale viene stabilito, volta per volta, se una certa attività può essere ricondotta nella fattispecie *security*. In questo senso può leggersi il Discorso del Presidente della SEC Gary Gensler del 3 agosto 2021, https://www.sec.gov. Si veda anche SEC v. Howey Co., 328 US 293 (1946), *Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets*, disponibile su https://supreme.justia.com.

razione di acquisto di un bene, al quale, all'atto della conclusione del contratto, è collegata una promessa predeterminata di un rendimento finanziario collegato alla *res*, integra un prodotto finanziario [34].

Non è finanziario il *rendimento economico* che si può ritrarre dal normale apprezzamento del bene nel tempo, ma lo è invece il *rendimento di natura finanziaria* che si verifica quando, ad esempio, si acquista un'opera d'arte, una pietra preziosa, dei vini d'annata ad un prezzo inferiore rispetto a quello di listino e il venditore si obbliga a riacquistarli entro un certo termine ad un prezzo maggiorato rispetto a quello di vendita [35].

La stessa finalità di investimento speculativa – come già insegnavano i casi emersi nella prassi della Consob sopra richiamati a proposito degli *utility token ante litteram* – è generata altresì dalla negoziazione di quell'*asset* su un mercato secondario che, pur non costituendo un elemento intrinseco della situazione incorporata nel titolo (come la promessa predeterminata all'atto della conclusione del contratto di un rendimento collegato alla *res* o come gli obblighi di riacquisto), fa evolvere la funzione di godimento del bene in finalità di investimento a cui è correlata una aspettativa di rendimento finanziario.

Se quindi si pensa agli *utility token* come a qualcosa di non necessariamente nuovo ed innovativo (se non per la veste documentale digitale) e si nota come il prodotto finanziario in realtà altro non è che una operazione commerciale avente

---

[34] Comunicazione Consob n. 97006082 del 10 luglio 1997; Comunicazione Consob n. 13038246 del 6 maggio 2013, nella quale l'autorità escludeva la natura di investimento finanziario dell'acquisto di diamanti, ove «(i) con la sottoscrizione dei contratti di acquisto dei diamanti, si determini il trasferimento di un pieno diritto di proprietà della *res* materiale in capo all'acquirente, atteso che quest'ultimo è immediatamente immesso nel pieno ed esclusivo diritto di disporre e godere del bene, e non sussistono vincoli o limitazioni al godimento dello stesso; (ii) non si ravvisi la sussistenza di certificati rappresentativi dei diritti dei titolari, destinati eventualmente a circolare nell'ambito di un "mercato secondario" appositamente organizzato; (iii) non sia previsto un patto di riacquisto da parte delle società di cui trattasi. [...]. In particolare, [...] non sia prospettata, a favore dell'acquirente che decida di dismettere i diamanti, una specifica forma di rendimento diversa, collegata e/o ulteriore rispetto al valore del bene acquistato»; v., in termini non dissimili, Comunicato Consob del 31 gennaio 2017 sulla compravendita di diamanti da investimento.

[35] Cfr. Cass. civ., sez. L., 5 febbraio 2013, n. 2763, la quale ha qualificato come prodotto finanziario il seguente schema negoziale avente ad oggetto diamanti da investimento: «il contratto in cui una società proponga al pubblico il 'blocco' di una somma per un anno in prospettiva di un guadagno, mediante un meccanismo negoziale consistente nella consegna in affidamento all'investitore di un diamante del valore ipotetico di mille euro, chiuso in un involucro sigillato, contro il versamento in denaro di un identico importo, con l'impegno della società di 'riprendersi' il prezioso dopo dodici mesi e di restituire il capitale maggiorato di ottanta euro, senza alcun'altra prestazione a carico dell'investitore, prevalendo in detta operazione gli elementi del credito fruttifero e della garanzia rispetto a quello della custodia, e sussistendo, altresì, il 'rischio emittente' legato all'incertezza sulla capacità della società di restituire il *tantundem* con l'incremento promesso». V. anche le Delibere Consob nn. 19968 e 20207/2017, dove è considerato prodotto finanziario un «portafogli di investimento cui è collegata la promessa di rendimenti periodici predeterminati derivanti dall'attività di *trading* in criptovalute».

ad oggetto un bene, in cui si vuole non solo soddisfare un bisogno di consumo dell'acquirente, ma far conseguire all'investitore un profitto, allora non può non convenirsi – io credo – che tra l'*utility token* e i prodotti finanziari-*token* ci sia una stretta assonanza.

Entrambi sono situazioni di diritti di natura non finanziaria, potenzialmente negoziabili in modo sistematico su mercati secondari che determinano la formazione di un prezzo e quindi un'aspettativa di rendimento finanziario collegata ad un rischio non derivante dall'attività di chi ha investito.

Attesa, quindi, la sovrapposizione tra gli *utility token* e i prodotti finanziari [36], si può, a mio avviso, fondatamente sostenere che, almeno nel nostro ordinamento, la figura degli *utility token* era tutto sommato superflua, potendo senz'altro ritenersi assorbita e disciplinata nell'ambito dell'offerta pubblica di prodotti finanziari tokenizzati, senza la necessità di una disciplina così ampia e ripetitiva di quella finanziaria come è MiCAr (che conta complessivamente di ben 119 considerando, 149 articoli e 6 allegati !!) [37].

Tuttavia, è d'uopo notare, in primo luogo, che la figura dei prodotti finanziari è fattispecie tipicamente domestica e non armonizzata a livello europeo e quindi non presente nel panorama MiFID che conosce solo le diverse fattispecie degli strumenti finanziari e dei valori mobiliari; e, in secondo luogo, che le norme dell'Unione Europea prevalgono su quelle nazionali precedenti e già vigenti.

Pertanto, l'assorbimento dei *token* di utilità nei *token*-prodotti finanziari avrebbe potuto avere rilievo solo nel nostro ordinamento (o negli altri ordinamenti comunitari che conoscono la figura dei prodotti finanziari o figure equivalenti) e sarebbe stato comunque in contrasto con il MiCAr che introduce un regime di offerta al pubblico obbligatoria per le cripto-attività che ne erano esenti.

Ed è probabilmente per questo motivo – oltre che per ovviare ad annose questioni interpretative già sorte in argomento – che il Decreto di adeguamento della normativa nazionale italiana al MICAr (c.d. Decreto Criptovalute) ha rotto gli indugi, prescrivendo testualmente 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] UE 2023/1114» [38], e così ha troncato in modo

---

[36] In questo senso v. anche C. FRIGENI, *Il mercato primario delle cripto-attività. Offerta al pubblico e regime di trasparenza nella proposta di regolamento MiCA*, in *ODCC*, 2022, fascicolo speciale, 32 ss. e già C. SANDEI, (nt. 8), 47 ss. cui *adde* F. ANNUNZIATA, (nt. 8), 941 ss.

[37] Nel caso, invece, di *utility token* autenticamente *non finanziari*, non negoziati su piattaforme di *trading*, non si avvertiva la necessità di prevedere una così articolata disciplina, riproduttiva di quella di matrice finanziaria, non sfuggendo gli *utility token* alla tutela consumeristica esistente (cons. n. 29). Sul rapporto tra la tutela del consumatore e la disciplina MiCAr, v. M. MAUGERI, *Proposta di Regolamento MICA (Markets in Crypto-Assets) e tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza*, in *ODCC*, 2022, fascicolo speciale, 230 ss., 240 ss.

[38] Nelle more di pubblicazione del presente articolo è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale il d.lgs. 5 settembre 2024, n. 129 «Adeguamento della normativa nazionale al regolamento UE

netto la questione, pur senza risolvere ogni problematica ancora presente.

Aggiungo infine che la disciplina del t.u.f. sui prodotti finanziari (ossia le disposizioni in materia di prospetto informativo, offerta fuori sede e promozione e collocamento a distanza) resta, invece, applicabile per tutti i prodotti finanziari che non assumono la veste di cripto-attività e anche per i prodotti che sono cripto-attività *non* ricomprese in MiCAr, come, ad esempio, potrebbero essere, ove abbiano i requisiti dei prodotti finanziari, i *Non Fungible Token* (*NTF*), che, nonostante siano cripto-attività, esulano dall'applicazione del MiCAR (cons. 10 e art. 2, terzo comma).

2023/1114 del Parlamento europeo e del consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti UE n. 1093/2010 e UE n. 1095/2010 e le direttive UE 2013/36 e 2019/1937» che all'art. 39 dispone esattamente quanto indicato nel testo.