

X CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI  
UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"  
"L'EVOLUZIONE TECNOLOGICA E IL DIRITTO COMMERCIALE"  
Roma, 22-23 febbraio 2019

GIAN LUCA GRECO

**Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari**

SOMMARIO: 1. Dal contante alle monete alternative: il ruolo essenziale dell'intermediazione finanziaria nell'evoluzione del mezzo di pagamento legalmente vincolante. - 2. Le valute virtuali: aspetti tecnologici, inquadramento concettuale e opzioni regolamentari. - 3. Le monete complementari: caratteristiche e punti di contatto con le attività riservate. - 4. Criptovalute, *FinTech* e attività finanziarie tradizionali: spunti per un modello di regolazione comune.

*1. Dal contante alle monete alternative: il ruolo essenziale dell'intermediazione finanziaria nell'evoluzione del mezzo di pagamento legalmente vincolante.*

Il denaro, secondo Marx, è innanzi tutto il termine medio (la misura di valore) nel processo di circolazione merce-denaro-merce. In quanto oggetto del processo di tesaurizzazione (ossia riserva di valore) e mezzo di pagamento, il denaro assume però anche un'autonomia al di fuori della circolazione<sup>1</sup>: il denaro «si vede restituito il suo splendore aureo. Da servo diventa padrone. Da semplice manovale diventa il dio delle merci»<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Per un'analisi del pensiero di Marx si veda, tra gli altri, M. MESSORI, *Teoria del valore senza merce-denaro? Considerazioni preliminari sull'analisi monetaria di Marx*, in *Quaderni di storia dell'economia politica*, vol. 2, n- 1-2, 1984, p. 185 s.

<sup>2</sup> K. MARX, *Per la critica dell'economia politica*, 1859, p. 105.

Inizialmente il valore della moneta dipendeva dalla quantità di metallo pregiato (oro, argento) in esso contenuta. Con la caduta del regime di Bretton Woods e l'abbandono da parte del dollaro del regime di parità aurea, si è affermata la "moneta segno", priva di valore intrinseco.

Da tempo è stata poi abbandonata l'idea che il concetto di moneta legale ricomprenda la sola moneta contante, ossia le banconote e le monete metalliche<sup>3</sup>.

Fin dalla metà degli anni settanta la dottrina<sup>4</sup> ha suggerito che poteva considerarsi mezzo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie, ai sensi dell'art. 1277 c.c., anche la moneta bancaria (o scritturale che dir si voglia), vale a dire gli assegni, bancari e circolari, e gli ordini di accredito su conto corrente (i bonifici, in primo luogo).

Quasi trent'anni più tardi anche la giurisprudenza è approdata alla conclusione secondo la quale ai fini dell'estinzione dell'obbligazione pecuniaria «risultano ammissibili altri sistemi di pagamento, purché garantiscano al creditore il medesimo effetto del pagamento per contanti e, cioè, forniscano la disponibilità della somma voluta»<sup>5</sup>. Secondo tale lettura evolutiva dell'art. 1277 c.c., nella sentenza citata la Corte di Cassazione riconosce che tale disponibilità può senz'altro dirsi costituita dall'assegno circolare, in ragione della precostituzione della provvista e dell'intermediazione di una banca. D'altra parte, a carico del debitore rimane il "rischio di convertibilità", ossia «l'eventualità che per qualsiasi ragione la banca non sia in grado di assicurare la conversione dell'assegno in moneta legale». Insomma, il debitore «si libera solo con il buon fine dell'operazione». Successivamente, la Corte di Cassazione ha altresì precisato che anche il pagamento con assegno bancario non può essere rifiutato dal creditore, salvo che «il rifiuto sia sorretto anche da un

---

<sup>3</sup> In dottrina v. T. ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Commentario Scialoja-Branca*, 1959, p. 70.

<sup>4</sup> Ci riferiamo agli studi di F. GIORGIANNI, *I crediti disponibili*, Milano 1974 e G.F. CAMPOBASSO, *Bancogiro e moneta scritturale*, Bari, 1979 nonché, successivamente, tra gli altri, a quelli di B. INZITARI, *La moneta*, in *Trattato Galgano*, vol. VI, Padova, 1983; V. SANTORO, *Il conto corrente bancario*, Milano, 1992; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'interposizione della banca nell'adempimento dell'obbligazione pecuniaria*, Milano, 1997; L. FARENGA, *La moneta bancaria*, Milano, 1997.

<sup>5</sup> Cfr., in particolare, Cass. S.U., 18 dicembre 2007, n. 26617, con nota di G. LEMME, *La rivoluzione copernicana della Cassazione: la moneta legale, dunque, non coincide con la moneta fisica*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, n. 5, 2008, p. 553 ss.

“giustificato motivo”, che il creditore deve “allegare ed all'occorrenza anche provare”»<sup>6</sup>.

La moneta bancaria è, quindi, moneta “alternativa” a quella legale, in quanto consente di trasferire una disponibilità di denaro dal debitore al creditore con effetti analoghi dal punto di vista giuridico.

I primi anni duemila vedono esplodere l'innovazione tecnologica anche nel settore dei servizi di pagamento. Essa si concretizza, in primo luogo, con una crescente “virtualizzazione” dei mezzi di pagamento, della moneta.

È il momento della nascita, in senso giuridico, della moneta elettronica<sup>7</sup>. Ciò avviene nel contesto europeo, con l'emanazione della direttiva 2000/46/CE del 18 settembre 2000, ove la si definisce come un «surrogato elettronico» di monete metalliche e banconote, memorizzate su un dispositivo elettronico, sia esso una carta a microprocessore o una memoria di computer<sup>8</sup>.

La moneta elettronica è dunque un altro mezzo alternativo di pagamento rispetto alla moneta legale, caratterizzato dall'idoneità ad essere

---

<sup>6</sup> Cass. S.U. 4 giugno 2010, n. 13658. Conforme Cass. civ. 30 settembre 2014, n. 20643, secondo la quale il rifiuto del creditore di accettare in pagamento un assegno bancario può trovare giustificazione nell'incertezza circa la provenienza dei titoli e nella difficoltà di verificarne la copertura.

<sup>7</sup> Sulla moneta elettronica v. tra gli altri, G. GUERRIERI, *La moneta elettronica. Profili giuridici dei nuovi strumenti di pagamento*, Bologna, 2015; G. LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, Torino, 2003; W. NEGRINI, *Commento al Titolo V-bis*, in F. BELLÌ et al., *Commento al d.lgs. 1° settembre 1993*, Bologna, 2003, p. 1887 ss.; V. TROIANO, *Gli istituti di moneta elettronica*, in Banca d'Italia, *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, n. 53, Roma, 2001.

<sup>8</sup> Così il considerando 3 della direttiva 2000/46/CE del 18 settembre 2000, riguardante l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica. Il successivo art. 1, par. 3, lett. b) definisce più precisamente la moneta elettronica come «un valore monetario rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente che sia: i) memorizzato su un dispositivo elettronico; ii) emesso dietro ricezione di fondi il cui valore non sia inferiore al valore monetario emesso; iii) accettato come mezzo di pagamento da imprese diverse dall'emittente». La predetta direttiva è stata recepita nel nostro ordinamento con l'art. 55 della legge 1° marzo 2002, n. 39, comunemente nota come “legge comunitaria 2001”. La disciplina degli istituti di moneta elettronica (IMEL) è collocata nel d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (di seguito “TUB” o “testo unico bancario”), ove viene introdotto il titolo V-bis, intitolato, per l'appunto, «Istituti di moneta elettronica» (artt. 114-bis - 114-quinquies), nonché modificati gli artt. 1, 11, 96-bis, e 133 ed aggiunti gli artt. 131-bis e 132-bis.

accettato da soggetti diversi dall'emittente, rappresentato da una banca o un istituto di moneta elettronica<sup>9</sup>.

La dematerializzazione della moneta, o meglio l'incorporazione della moneta in *bit*, trova piena cittadinanza nell'ordinamento italiano ed europeo, muovendosi sul solco della tradizionale moneta scritturale. Al di là dei profili tecnologici, infatti, la moneta elettronica rappresenta pur sempre un credito nei confronti di una banca o di un diverso istituto finanziario, l'IMEL, comunque provvisto di un'autorizzazione amministrativa per l'esercizio della propria attività e vigilato secondo criteri calibrati su quelli stabiliti per le banche.

Al legislatore non sfugge dunque l'importanza di preservare la stabilità di soggetti che partecipano alla funzione monetaria, emettendo moneta alternativa a quella legale. È infatti la moneta, scritturale od elettronica che sia, a costituire un valore, una merce peculiare e sensibile in sé, pur quando, come nel caso degli IMEL, non è connessa all'esercizio del credito<sup>10</sup>.

In quest'ottica ogni tipo di moneta alternativa è pur sempre ricondotta ad un sistema dei pagamenti normativamente individuato, in un rapporto necessario tra moneta e regolamentazione<sup>11</sup>.

Con la moneta elettronica (e con quella scritturale) è infatti in gioco una (delicata) questione, ossia la fiducia del sistema nella moneta che l'emittente è in grado di creare e mettere in circolazione. La crisi di tale emittente coglierebbe il pubblico nel punto più debole, delegittimando la merce di scambio per eccellenza (la moneta, appunto), scatenando il panico, generando sfiducia a catena e rendendo impossibili le transazioni commerciali<sup>12</sup>.

È opinione tradizionale, quindi, che ragioni prudenziali rendano opportuno limitare l'emissione di moneta alternativa a soggetti

---

<sup>9</sup> Si è parlato altresì (M. ONZA, *Gli strumenti di pagamento nel contesto dei pagamenti on line*, in *Dir. Banc.*, n. 4, 2017, p. 700) di «*res elettronica qualificata ad emissione riservata*».

<sup>10</sup> Sul punto si consenta il rinvio a G.L. GRECO, *Gli intermediari finanziari nel testo unico bancario*, Pisa, 2006, p. 195. Ai sensi dell'art. 1, par. 5, lett. a) della direttiva 2000/46/CE, gli istituti di moneta elettronica non possono concedere qualsiasi forma di credito.

<sup>11</sup> Così G. LEMME – S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in *Riv. dir. banc.*, n. 11, 2016, p. 2.

<sup>12</sup> G.L. GRECO, *Gli intermediari*, cit., p. 196.

previamente autorizzati in via amministrativa e soggetti a vigilanza con riferimento ai rischi operativi e finanziari ai quali essi sono esposti.

2. *Le valute virtuali: aspetti tecnologici, inquadramento concettuale e opzioni regolamentari.*

La virtualizzazione dei mezzi di pagamento ha favorito, per altro verso, la nascita di valute virtuali e valute complementari, sviluppatasi a tutt'oggi in un contesto deregolamentato.

Le valute virtuali, tra le quali spicca per notorietà e diffusione il *bitcoin*, si distinguono dalla moneta scritturale o elettronica in quanto non rappresentano semplicemente un mezzo di pagamento alternativo, pur sempre regolato in una moneta statale (nel nostro Paese, l'euro), ma si presentano come una moneta a sé stante non statale, accettata in via convenzionale dagli operatori per eseguire pagamenti e, secondariamente, per finalità speculative<sup>13</sup>.

La moneta elettronica e quella scritturale sono strumenti di pagamento alternativi, per cui 100 euro memorizzati su di una carta prepagata valgono sempre 100 euro e possono essere oggetto di rimborso, in ogni momento, per 100 euro di moneta contante<sup>14</sup>.

Le valute virtuali, quali il *bitcoin*, non sono rimborsabili alla stessa stregua, perché non sono mere rappresentazioni digitali alternative di valuta legale<sup>15</sup>, pur potendo essere scambiate facendo riferimento ad una o

---

<sup>13</sup> È stato precisato (BANCA D'ITALIA, *Fintech in Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, dicembre 2017, pp. 30-31) che le valute virtuali possono essere di due tipi: a) convertibile o aperta: può essere scambiata con moneta avente corso legale, con un tasso di cambio generalmente stabilito tramite una quotazione che avviene in tempo reale su piattaforme dedicate; b) non convertibile o chiusa: concepita per l'utilizzo in uno specifico ambito o dominio virtuale, non può essere convertita in moneta legale. Nel prosieguo del paragrafo ci si riferirà fondamentalmente alle valute virtuali convertibili o aperte.

<sup>14</sup> Così anche M. ONZA, *ibidem*, secondo il quale la moneta elettronica è comunque giuridicamente connessa al numerario, essendo attribuito al suo detentore un diritto di credito e di rimborso nei confronti dell'emittente pari, in ogni momento, al valore nominale.

<sup>15</sup> N. MANCINI, *Bitcoin: rischi e difficoltà normative*, in *Banca, impresa, società*, a. XXXV, 2016, n. 1, p. 127.

più valute legali<sup>16</sup>. In pratica, la crescente diffusione di tali valute ha infatti visto il sorgere di veri e propri mercati di cambio con altre valute nazionali, ove si riscontrano frequentemente fortissime oscillazioni di prezzo, caratteristiche di strumenti finanziari speculativi piuttosto che di valute.

Tanto la creazione della valuta virtuale quanto la sua funzionalità come mezzo di pagamento non vedono la partecipazione di terze parti in funzione di garanzia (Stati, banche centrali, *clearing house*): gli emittenti sono soggetti privati, sostanzialmente anonimi<sup>17</sup>, per cui l'affidabilità della valuta fa leva sulla tecnologia associata al funzionamento del *network*<sup>18</sup>.

Ciò posto, lo sviluppo del fenomeno ha negli ultimi anni progressivamente attratto l'attenzione dei legislatori e delle autorità di vigilanza<sup>19</sup>.

---

<sup>16</sup> La compravendita di *bitcoin* avviene tramite piattaforme multilaterali di scambio denominate *exchange*, che consentono anche di trasformare la valuta virtuale in moneta avente corso legale, vuoi mediante accredito in conto corrente del controvalore, vuoi facilitando contatti personali e trattative private tra utenti, con regolamento anche in contante al di fuori di qualsiasi schema di garanzia apprestato dall'*exchange*.

<sup>17</sup> Si afferma altresì che nei sistemi a tecnologia di registro distribuito (c.d. *distributed ledger technology*, "DLT"), come quello in uso sul network *Bitcoin* (oggi detentore di una quota di mercato pari quasi del 90% rispetto a tutte le valute virtuali basate sulla DLT), non possa neanche parlarsi di un emittente di valuta virtuale in senso proprio.

<sup>18</sup> In estrema sintesi, il *bitcoin* non è altro che un file che mantiene dei dati riguardanti dei conti digitali (detto *ledger* o libro contabile). Una copia di questo file, ovvero di questo *ledger*, viene mantenuta in ogni computer del network *Bitcoin*. Per trasferire i *bitcoin* l'ordinante inserisce un messaggio nel network *Bitcoin*, che viene copiato da ogni nodo nel proprio *ledger* e inviato agli altri nodi. Ogni transazione è firmata digitalmente dall'ordinante. La validità della transazione non è effettuata da un soggetto centrale ma deriva da un riscontro delle precedenti transazioni, tramite il portafoglio digitale o *e-wallet*, in modo tale da verificare se l'ordinante ha la proprietà di una quantità di *bitcoin* sufficienti ad eseguire la transazione richiesta.

<sup>19</sup> Cfr. BANCA D'ITALIA, *Comunicazione del 30 gennaio 2015 - valute virtuali*, Provvedimenti di carattere generale delle autorità creditizie, sezione II - Banca d'Italia, Bollettino di Vigilanza n. 1/2015; BANCA D'ITALIA, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette valute virtuali*, Roma, 30 gennaio 2015; BANCA D'ITALIA, *Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee*, Roma, 19 marzo 2018. Sull'argomento si è espressa infine l'AGENZIA DELLE ENTRATE che, con la risoluzione n. 72/E del 2 settembre 2016, ha chiarito il trattamento fiscale, sia ai fini dell'Iva sia ai fini delle imposte dirette (Ires e Irap), applicabile alle operazioni di acquisto e di cessione di moneta virtuale da parte di una società che svolge un'attività di servizi relativi ai *bitcoin*, ma che si rende applicabile anche a società che svolgono tali attività relativamente ad altre monete virtuali. In ambito comunitario si rinvia a EUROPEAN CENTRAL BANK, *Virtual currency schemes*, 2012; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Opinion on virtual currency*, EBA/OP/2014/08, 4 luglio 2014; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Avvertenza per i consumatori sulle monete virtuali*, WRG/2013/01, 2013; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *The EBA's fintech roadmap. Conclusions from the consultation on the EBA's approach to financial technology (fintech)*, 15 marzo 2018; BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), *Digital currencies*, 2015; BANK OF

La crescente diffusione del fenomeno ha infatti impatti giuridici, in primo luogo, su profili civilistici, in parte già indagati dalla letteratura<sup>20</sup>, quali quelli connessi all'adempimento delle obbligazioni pecuniarie che avvenga mediante tali schemi valutari<sup>21</sup>: è opinione comune, al proposito,

---

ENGLAND, *The Economics of digital currencies*, 2014; EUROPEAN COMMISSION, *Can BitCoin Become a Global Currency?*, 2015; EUROPEAN COMMISSION, *Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the assessment of the risks of money laundering and terrorist financing affecting the internal market and relating to cross-border activities*, COM(2017)340 final, 26 giugno 2017; EUROPEAN COMMISSION, *FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, Comunicazione COM(2018) 109/2 dell'8 marzo 2018; GAFI, *Guidance for a risk-based approach money or value transfer services*, febbraio 2016; ESMA, *Call for evidence Investment using virtual currency or distributed ledger technology*, 2015; EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE, *Bitcoin Market, economics and regulation*, 2014; OCSE, *The Bitcoin Question – currency versus trust-less transfer technology*; F.M.L., *Virtual Currencies and Beyond*, 2016; EUROPEAN PARLIAMENT COMMITTEE AND ECONOMIC AFFAIRS, *Public Hearing Virtual currencies*, 2016. Infine il fenomeno "bitcoin" è stato oggetto anche di una pronuncia della Corte di Giustizia dell'Unione Europea del 22.10.2015, n. 264 (causa C-264/14), peraltro riguardante tematiche fiscali. Sul tema si consenta il rinvio, per maggiori approfondimenti, a G.L. GRECO – D.D. ABATE, *Riserve di attività versus piattaforme di gestione delle valute virtuali: il caso "Sardex"*, in *Riv. trim. dir. econ.*, n. 4, supplemento, 2016, pp. 104-135, dal quale molto è stato attinto per la redazione dei paragrafi 2 e 3.

<sup>20</sup> Sul tema v. N. MANCINI, *Bitcoin*, cit., p. 111 ss.; R. SCALCIONE, *Gli interventi delle autorità di vigilanza in materia di schemi di valute virtuali*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1, giugno 2015, p. 139 ss.; R. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, II, fasc. 1, 2017, p. 27 ss.; B. KELLY, *The Bitcoin Big Bang: How Alternative Currencies Are About To Change the World*, Hoboken, New Jersey, 2015; P. FRANCO, *Understanding Bitcoin: Cryptography, Engineering and Economics*, in *Wiley Finance Series*, Chichester, 2015; H. HALABURDA – M. SARVARY, *Beyond Bitcoin: the Economics of Digital Currencies*, New York, 2016; P. DE FILIPPI, *Bitcoin, Blockchain, and the future of the Internet*, CERSA/CNRS - Berkman Center at Harvard Law; A. BLUNDELL-WIGNALL, *The Bitcoin Question: currency versus trust-less transfer technology*, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, 37/2014. Per un'analisi del fenomeno in questione si rinvia a C. SACCHETTO – F. MONTALCINI, *Diritto tributario telematico*, Torino, 2015; I.W. SCHIAROLI, *Dark web e bitcoin, la nuova era della rete*, 2013; F. VITA, *Senza banche. Bitcoin la moneta di internet, cd. digitale*, 2013; M. AMATO – L. FANTACCI, *Per un pugno di bitcoin: Rischi e opportunità delle monete virtuali*, Università Bocconi, 2016; S. SCHECHNER, *Eu rules bitcoin is a currency, not a commodity virtually*, *The Wall Street Journal*, 2015 (<http://blogs.wsj.com/digits/2015/10/22/eu-rules-bitcoin-is-a-currency-not-a-commodity-virtually/>); A. LODI, *Le criptovalute*, in *Giust. Civ.*, 2014.

<sup>21</sup> Per un'analisi degli impatti civilistici dell'operatività delle valute virtuali si veda anche I. CALAPRICE, *Gli acquisti online: contratto di commercio elettronico: modalità di conclusione, clausole vessatorie, diritto di recesso, pagamento dematerializzato: bonifico bancario, carta di credito, paypal, bitcoin, comparatori di prezzo, aste telematiche, risoluzione giudiziale e stragiudiziale delle controversie telematiche*, Milano, 2014; G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica (II)*, 3/2015, p. 415; S. CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, in *Informatica Giuridica*<sup>4</sup>, 2015; N. VARDI,

che la valuta virtuale non abbia efficacia solutoria legale, ma solo su base convenzionale, cioè laddove il beneficiario accetti la predetta valuta come mezzo di estinzione dell'obbligazione pecuniaria<sup>22</sup>: manca quindi la qualificazione legale, da parte dell'autorità statale, quale mezzo di pagamento non rifiutabile dal creditore ed idoneo ad adempiere l'obbligazione pecuniaria liberando il debitore.

D'altro canto, la valuta virtuale assume rilievo anche sul piano regolamentare, con specifico riferimento alla possibile applicabilità della disciplina su sistemi di pagamento, raccolta del risparmio e servizi di investimento.

A livello normativo si è posto dapprima un problema di definizione della "valuta virtuale".

La Banca d'Italia, riprendendo quanto affermato dall'Autorità Bancaria Europea<sup>23</sup>, ha sottolineato che le valute virtuali (VV) sono «rappresentazioni digitali di valore non emesse da una banca centrale o da un'autorità pubblica. Esse non sono necessariamente collegate a una valuta avente corso legale, ma sono utilizzate come mezzo di scambio o detenute a scopo di investimento e possono essere trasferite, archiviate e negoziate elettronicamente. Le VV non sono moneta legale e non devono essere confuse con la moneta elettronica»<sup>24</sup>.

Tale definizione è stata ripresa dal legislatore italiano, in modo pressoché pedissequo, in occasione della recentissima riforma della disciplina antiriciclaggio<sup>25</sup>, al fine di estendere taluni dei relativi obblighi ai

---

*"Criptovalute" e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica* (II), 3/2015, p. 443.

<sup>22</sup> Sul punto, da ultimo, anche M. ONZA, *op. cit.*, p. 701, secondo il quale il pagamento con *bitcoin* sarebbe da ricondurre ad «una *datio in solutum* tra aderenti ad un contratto plurilaterale normativo». Altra dottrina (A. FERRARI - E. GUALANDRI - A. LANDI - P. VEZZANI, *Il sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari*, Torino, 2016, *passim*) ha evidenziato che il *bitcoin* non può essere considerato una moneta completa né un genere monetario, difettando delle caratteristiche definitorie della moneta.

<sup>23</sup> EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), *Opinion*, cit., p. 11. L'EBA considera le valute virtuali come «rappresentazioni di valore digitali che non sono né emesse né da una banca centrale o da un ente pubblico né sono necessariamente legate a una valuta a corso legale, ma sono accettate da persone giuridiche e fisiche come mezzo di pagamento e possono essere trasferite, archiviate o scambiate elettronicamente».

<sup>24</sup> BANCA D'ITALIA, *Comunicazione*, cit., p. 15.

<sup>25</sup> All'art. 1, comma 2, lettera qq), del d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, come modificato dal d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, si definisce come valuta virtuale «la rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come

c.d. “prestatori di servizi relativi all’utilizzo di valuta virtuale”, ossia a coloro che forniscono a terzi, a titolo professionale, servizi funzionali all’utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale<sup>26</sup>.

Nel 2015 la Banca d’Italia ha anche messo in luce alcuni elementi distintivi che caratterizzano la maggior parte delle valute virtuali esistenti: sono create da un emittente privato (nel caso delle cc.dd. valute centralizzate) o, in via diffusa, da utenti che utilizzano software altamente sofisticati (nel caso delle cc.dd. valute decentralizzate, come il *bitcoin*); non sono fisicamente detenute dall’utente, ma sono movimentate attraverso un conto personalizzato noto come “portafoglio elettronico” (c.d. *e-wallet*); sono scambiate in apposite piattaforme, che offrono il servizio di conversione delle valute virtuali in moneta legale; possono essere acquistate con moneta tradizionale su tali piattaforme ovvero ricevute online direttamente da qualcuno che le possiede, per poi essere detenute su un “portafoglio elettronico”; sono utilizzate dai titolari per effettuare acquisti presso esercizi commerciali o persone fisiche che accettano le valute virtuali, effettuare rimesse in favore di altri soggetti titolari di portafogli di valute virtuali, nonché riconvertirle in moneta legale. Inoltre, i titolari dei portafogli elettronici e i soggetti coinvolti nelle transazioni rimangono anonimi e le transazioni tramite le quali vengono trasferite sono tecnicamente irreversibili, nel senso che una volta fatta la transazione non è possibile chiederne l’annullamento<sup>27</sup>.

Enunciate le principali caratteristiche delle valute virtuali attualmente sul mercato, la Banca d’Italia ha ritenuto opportuno informare gli operatori dei rischi che tale tipo di attività può comportare<sup>28</sup>. In

---

mezzo di scambio per l’acquisto di beni e servizi e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente»

<sup>26</sup> Cfr. art. 1, comma 2, lettera ff), del d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, come modificato dal d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90.

<sup>27</sup> BANCA D’ITALIA, *Avvertenza*, cit., p. 1 s.

<sup>28</sup> Cfr. BANCA D’ITALIA, *Avvertenza*, cit., p. 2 s. In particolare, sono stati messi in luce i seguenti rischi: a) carenza di informazioni; b) assenza di tutele legali e contrattuali; c) assenza di forme di controllo e vigilanza; d) assenza di forme di tutela o garanzia delle “somme depositate”; e) rischi di perdita permanente della moneta a causa di malfunzionamenti, attacchi informatici, smarrimento; f) accettazione su base volontaria; g) elevata volatilità del valore; rischi di perdite; h) rischio di utilizzo per finalità criminali e illecite; i) rischi fiscali. Sui rischi tecnologici connessi all’operatività in valute virtuali v., da ultimo, M. BELLINO, *I rischi legati all’ecosistema Bitcoin: i nuovi intermediari*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 30, 2018; BRAINARD, L., *Cryptocurrencies, Digital Currencies, and*

particolare, riprendendo il parere dell'EBA del 2014 sulle valute virtuali<sup>29</sup>, ha sottolineato che «i rischi individuati superano i possibili benefici che le VV potrebbero fornire ai loro utilizzatori, anche considerando i vantaggi in termini di costi e tempi di transazione e di inclusione finanziaria», scoraggiando le banche e gli altri intermediari vigilati dall'acquistare, detenere o vendere valute virtuali, in quanto, in assenza di adeguati presidi e di un quadro legale certo circa la natura giuridica delle valute virtuali, vi è il rischio di essere esposti a perdite, inficiando, di conseguenza, la consistenza del patrimonio di vigilanza e la stabilità stessa degli intermediari. Inoltre, gli intermediari sono invitati a considerare che «le concrete modalità di funzionamento degli schemi di VV possono integrare, nell'ordinamento nazionale, la violazione di disposizioni normative, penalmente sanzionate, che riservano l'esercizio della relativa attività ai soli soggetti legittimati (artt. 130, 131 TUB per l'attività bancaria e l'attività di raccolta del risparmio; art. 131-ter TUB per la prestazione di servizi di pagamento; art. 166 TUF, per la prestazione di servizi di investimento)». Infine, è raccomandato alle banche e agli altri intermediari di rendere edotti «i clienti, persone fisiche o giuridiche, operanti nel settore delle VV, prima di intraprendere operazioni della specie con essi»<sup>30</sup>.

Sulla scorta di quanto diffuso al pubblico da parte dalle autorità di vigilanza europee<sup>31</sup>, nel marzo 2018 la Banca d'Italia ha avvertito i consumatori circa l'estrema rischiosità delle valute virtuali e la volatilità dei

---

*Distributed Ledger Technologies: What Are We Learning?*, 15 maggio 2018, in [www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20180515a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20180515a.htm);

<sup>29</sup> In considerazione dei rischi connessi alle valute virtuali presenti sul mercato, già nel 2014 l'EBA (*Opinion*, cit., p. 39 ss.) aveva auspicato una regolamentazione del fenomeno che, nel lungo termine, prevedesse, tra l'altro, l'introduzione di: un'autorità di governo degli schemi (ossia delle piattaforme di creazione e gestione) di valute virtuali; obblighi di adeguata verifica su pagatore e beneficiario; requisiti di onorabilità e professionalità sugli esponenti degli schemi; presidi per la trasparente formazione dei prezzi e per il contrasto del *market abuse*; un'autorizzazione preventiva all'esercizio dell'attività (che includa requisiti minimi di capitale, obblighi di separazione patrimoniale dei conti dei clienti, sistemi informativi adeguati); meccanismi di garanzia e rimborso delle operazioni non autorizzate; obblighi di separatezza tra schemi di valute virtuali e sistemi di pagamento su monete legali. Nel breve termine, l'EBA raccomandava di intervenire sul fronte della prevenzione dell'utilizzo illecito degli schemi di valute virtuali, soprattutto al fine del riciclaggio del denaro o del finanziamento del terrorismo, e delle relazioni tra detti schemi e le attività finanziarie regolate.

<sup>30</sup> BANCA D'ITALIA, *Comunicazione*, cit., p. 15 s.

<sup>31</sup> ESMA, EBA, EIOPA, *L'ESMA, l'ABE e l'EIOPA informano i consumatori sui rischi delle valute virtuali*, Avviso, 2018, in [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/joint\\_esas\\_warning\\_on\\_virtual\\_currencies\\_it.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/joint_esas_warning_on_virtual_currencies_it.pdf).

loro prezzi, la cui formazione è spesso non trasparente<sup>32</sup>. In particolare, si sottolinea l'esistenza di chiari segnali di una bolla nei prezzi di queste valute o di strumenti finanziari a esse collegate e, al contempo, l'assenza di forme di protezione e di specifiche garanzie legali: per tale motivo, viene raccomandato ai consumatori di non convertire in valuta virtuale più denaro di quanto si possano permettere di perdere. Per quel che riguarda le piattaforme di scambio di valute virtuali, le autorità ricordano che esse non sono regolate e che possono avere problemi di natura operativa, tali da impedire ai consumatori, in taluni casi, di comprare o vendere le valute virtuali, nonché di scambiarle con le valute tradizionali<sup>33</sup>.

Il fenomeno ha destato interesse anche tra le istituzioni politiche dell'Unione Europea. Nel 2016 è stata emanata una prima Risoluzione del Parlamento Europeo che, escluse, al momento, dimensioni sistemiche delle valute virtuali, individuava in primo luogo alcuni aspetti positivi delle valute virtuali tra cui, ad esempio, l'abbassamento dei costi di transazione e, soprattutto, benefici in termini di "inclusione finanziaria"<sup>34</sup>, ovvero la possibilità di raggiungere segmenti di clientela che, pur non disponendo di un conto corrente bancario tradizionale su cui operare, è bisognosa di micro-finanziamenti e di servizi di pagamento<sup>35</sup>.

D'altra parte, venivano messi in rilievo profili critici dei sistemi di valute virtuali, legati, anzi tutto, all'elevata volatilità delle valute virtuali e al rischio di bolle speculative.

In conclusione il Parlamento Europeo, pur non ritenendo ancora opportuni interventi di regolazione, in quanto allo stato difficili da graduare e forieri di messaggi errati su benefici e sicurezza delle valute virtuali, invitava la Commissione Europea a monitorare il fenomeno, adottando un approccio normativo «proporzionato a livello di UE, in modo

---

<sup>32</sup> Sui rischi legati all'assenza di trasparenza nei meccanismi di conversione delle valute virtuali con le valute legali v. U. CHOCHAN, *Tethering Cryptocurrencies to Fiat Currencies Without Transparency: A Case Study*, in *University of New South Wales, Canberra Discussion Paper, Series: Notes on the 21st Century*, 23 febbraio 2018, in [ssrn.com/abstract=3129978](http://ssrn.com/abstract=3129978).

<sup>33</sup> BANCA D'ITALIA, *Avvertenza ai consumatori*, cit.

<sup>34</sup> Analogamente a quanto in certe zone del mondo è accaduto grazie al microcredito. Sia consentito, al riguardo, fare rinvio sul tema del microcredito e della sua importanza per la inclusione finanziaria a M. YUNUS, *Il banchiere dei poveri*, 1998; ID., *Un mondo senza povertà*, 2008. Sul tema dell'inclusione finanziaria si veda anche BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), *Payment aspects of financial inclusion*, 2016.

<sup>35</sup> PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione sulle valute virtuali*, n. P8\_TA(2016)0228, 26 maggio 2016.

da non soffocare l'innovazione o aggiungere costi superflui in questa fase iniziale, pur affrontando seriamente i problemi di ordine normativo che potrebbero sorgere con l'uso diffuso delle valute virtuali e della DLT»<sup>36</sup>. A tal fine, il Parlamento segnalava che le normative chiave dell'EU in materia finanziaria<sup>37</sup> avrebbero potuto rappresentare un quadro normativo di riferimento in funzione delle attività svolte, per quanto fosse già ravvisata l'opportunità di includere le piattaforme di cambio delle valute virtuali nella direttiva antiriciclaggio, al fine di eliminare l'anonimato associato a tali piattaforme, e di rivedere la normativa UE in materia di pagamenti<sup>38</sup> «al fine di rafforzare ulteriormente la competitività e ridurre i costi di transazione, anche grazie a una maggiore interoperabilità ed eventualmente alla promozione di un portafoglio elettronico universale e non proprietario».

Nel 2017 il Parlamento Europeo è tornato sul tema, con una nuova Risoluzione<sup>39</sup>, dove ha ribadito, in primo luogo, che la legislazione, la regolamentazione e la vigilanza devono adeguarsi all'innovazione e trovare il giusto equilibrio tra gli incentivi per una protezione innovativa di consumatori e investitori e la stabilità finanziaria<sup>40</sup>. Ciò posto, sul presupposto che la normativa dovrebbe consentire condizioni di parità tra gli operatori, migliorando la facilità di accesso sul mercato e impedendo l'arbitraggio regolamentare tra gli Stati membri e tra gli statuti giuridici, la Risoluzione auspica un approccio basato sui rischi, in condizioni di neutralità tecnologica e di uniformità delle norme, a parità di servizi e di rischi, indipendentemente dal tipo di entità giuridica o di ubicazione

---

<sup>36</sup> Il Parlamento raccomandava di usare estrema cautela nella definizione delle valute virtuali in qualsiasi proposta legislativa futura, al fine di tenere debitamente conto, ovvero escludere dalla definizione e, dunque, dal *framework* normativo di riferimento, le "valute locali" di natura non lucrativa, spesso caratterizzate da una fungibilità limitata.

<sup>37</sup> Nella Risoluzione con riguardo a tale aspetto si fa in particolare riferimento all'opportunità di rendere applicabili anche alle valute virtuali il Regolamento (UE) n. 648/2012 ("EMIR"), il Regolamento (UE) n. 909/2014 ("CSDR"), la direttiva 98/26/CE ("SFD"), la direttiva 2014/65/UE ("MiFID"), il regolamento n. 600/2014 ("MiFIR"), la direttiva 2009/65/UE ("OICVM") nonché la direttiva 2001/61/UE ("GEFIA").

<sup>38</sup> Tra di esse la direttiva sui conti di pagamento, la direttiva sui servizi di pagamento e la direttiva sulla moneta elettronica, alla luce delle nuove possibilità offerte dalle innovazioni tecnologiche, tra cui le valute virtuali.

<sup>39</sup> PARLAMENTO EUROPEO, *Tecnologia finanziaria: influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario*, n. P8\_TA-PROV(2017)0211, 17 maggio 2017.

<sup>40</sup> Sul trilemma tra regole chiare, integrità del mercato e sostegno all'innovazione finanziaria v. C. BRUMMER - Y. YADAV, *Fintech and the Innovation Trilemma*, in *Georgetown Law and Economics Research Paper*, n. 11-23, 2017, in [ssrn.com/abstract=3054770](https://ssrn.com/abstract=3054770) or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3054770>.

nell'Unione Europea. Infine, il Parlamento Europeo ha ricordato le sperimentazioni in corso aventi ad oggetto valute digitali emesse da banche centrali basate sul registro distribuito, giudicate meritevoli di attenzione al fine di tenere il passo con gli sviluppi del mercato in un contesto di adeguata protezione dei consumatori e trasparenza<sup>41</sup>.

In ultima analisi, gli orientamenti più recenti del legislatore europeo confermano un atteggiamento di tendenziale favore all'innovazione tecnologica e finanziaria rappresentata dagli schemi di valute virtuali sviluppatasi spontaneamente sul mercato, per quanto la crescita del fenomeno stia evidenziando il rischio di condizioni di concorrenza non eque tra i nuovi operatori e gli intermediari finanziari vigilati esercitanti analoghe attività<sup>42</sup>. Per tale motivo, nonché per la riconosciuta permeabilità degli schemi di valute virtuali ad attività illecite<sup>43</sup>, grazie all'anonimato dei soggetti partecipanti, a livello internazionale cresce il consenso sull'opportunità di sottoporre le valute virtuali ad una disciplina calibrata su quella degli intermediari finanziari e, addirittura, in taluni Paesi prendono corpo i primi interventi regolatori<sup>44</sup>.

Con riguardo al primo aspetto, la Commissione Europea ha recentemente adottato una direttiva<sup>45</sup> (di seguito anche "V direttiva AML") volta, per quanto qui interessa, ad estendere parti della disciplina comunitaria in materia di antiriciclaggio alle transazioni eseguite tramite

---

<sup>41</sup> Sul tema cfr. anche FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), *Financial Stability Implications from FinTech. Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention*, 27 giugno 2017 e D. HE - R. LECKOW - V. HAKSAR - T. MANCINI-GRIFFOLI - N. JENKINSON - M. KASHIMA - T. KHIAONARONG - C. ROCHON - H. TOURPE, *Fintech and Financial Services: Initial Considerations*, IMF Staff Discussion Note, SDN/17/05, giugno 2017. Sul potenziale impatto delle valute virtuali sui sistemi finanziari e, in particolare, sulla possibile "minaccia" delle valute virtuali private al monopolio delle banche centrali sull'emissione monetaria cfr., da ultimo, PARLAMENTO EUROPEO, *Virtual currencies and central banks monetary policy: challenges ahead*, Monetary Dialogue July 2018.

<sup>42</sup> In questo senso anche EUROPEAN COMMISSION, *FinTech Action plan*, cit., p. 6.

<sup>43</sup> Sul tema v. EUROPEAN COMMISSION, *Report from the Commission* cit., p. 85 ss.

<sup>44</sup> Per una sintetica rassegna delle iniziative regolamentari in USA, Brasile, Giappone, Germania, Francia, Svizzera e Italia v. V. HARASIC, *It's Not Just about the Money: A Comparative Analysis of the Regulatory Status of Bitcoin under Various Domestic Securities Laws*, in *American University Business Law Review*, vol. 3, n. 3, 2014, in [ssrn.com/abstract=3156740](https://ssrn.com/abstract=3156740); LA ROCCA, *La prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo nelle nuove forme di pagamento. Focus sulle valute virtuali*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1, giugno 2015, p. 216 ss.

<sup>45</sup> *Direttiva (UE) 2018/843 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 30 maggio 2018, che modifica la direttiva (UE) 2015/849 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e che modifica le direttive 2009/138/CE e 2013/36/UE*, in G.U.C.E. L 156/43 del 19 giugno 2018.

valute virtuali: in particolare, nella V direttiva AML è previsto l'obbligo degli Stati membri di "registrare" a fini antiriciclaggio i soggetti che operano nell'industria delle valute virtuali. Inoltre, i soggetti che operano con valute virtuali dovranno essere inseriti in un *database* centrale.

Infine, da più parti è sollevata la questione circa l'opportunità di mettere sul mercato una valuta digitale emessa da una banca centrale: non si tratterebbe di una valuta parallela, ma semplicemente di una rappresentazione di una valuta legale basata sulla tecnologia di registro distribuito<sup>46</sup>. Non una nuova unità di conto, insomma, ma un nuovo mezzo di pagamento<sup>47</sup>. I vantaggi di tale valuta digitale "ufficiale" consisterebbero nella maggiore stabilità e sicurezza rispetto ad una valuta virtuale "privata", in un analogo contesto di innovazione tecnologica<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup> Alcune banche centrali, ad iniziare da quella svedese con l'*e-krona*, per proseguire con quella canadese, giapponese, uruguayana e del Singapore, stanno ipotizzando di utilizzare la tecnologia *blockchain* per creare moneta digitale statale (c.d. *central bank digital currency* o CBDC) da utilizzare nei pagamenti interbancari. Sugli effetti di una valuta digitale statale nella conduzione delle politiche monetarie cfr. M. KUMHOF - C. NOONE, *Central bank digital currencies - design principles and balance sheet implications*, in Bank of England, Staff Working Paper n. 725, maggio 2018.

<sup>47</sup> Cfr. D. HE E ALTRI, *Fintech*, cit., p. 26 s.. È stato osservato (F. PANETTA, *21st century cash: Central banking, technological innovation and digital currencies*, Milano, 7 giugno 2018, p. 4) che le CBDC non hanno niente a che fare con cripto-valute quali i *bitcoin*: al pari delle banconote, le CBDC sono passività delle banche centrali, garantite dagli *asset* e dalla reputazione di quest'ultime. Per tale motivo le CBDC non sono destinate a soffrire dell'eccessiva volatilità che caratterizza le cripto-valute.

<sup>48</sup> In argomento v. anche C. SKINGSLEY, *Should the Riksbank Issue e-Krona?*, Presentazione al FinTech Stockholm 2016, Stockholm, November 16, 2016; J. NICOLAISEN, *What Should the Future Form of our Money Be?*, Presentazione alla Norwegian Academy of Science and Letters, Oslo, April 25, 2017, nonché G. LEMME - S. PELUSO, *Criptomoneta*, cit., p. 39; BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), *Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement*, February 2017. Anche in Italia è stato osservato (I. VISCO, *La tecnologia blockchain: nuove prospettive per i mercati finanziari*, Roma 21 giugno 2016, p. 4), che l'applicazione della tecnologia *blockchain* nel settore finanziario promette di produrre importanti benefici, quali «la riduzione dei costi di gestione, la maggiore diffusione dell'informazione e più efficienti meccanismi di funzionamento dei mercati». Nello stesso senso P. PAECH, *The Governance of Blockchain Financial Networks*, in *LSE Legal Studies Working Paper*, n. 16/2017, 2017, in [ssrn.com/abstract=2875487](https://ssrn.com/abstract=2875487). È stato altresì osservato (P. ATHANASSIOU, *Impact of Digital Innovation on the Processing of Electronic Payments and Contracting: An Overview of Legal Risks*, 30 October 2017, p. 35, in [ssrn.com/abstract=3067222](https://ssrn.com/abstract=3067222)) come la tecnologia a registro distribuito possa rappresentare un presupposto fondamentale per la stipula di *smart contract*, ossia accordi contrattuali incorporati in un software (basato sulla DLT, appunto) che provvede automaticamente a validarli, eseguirli e registrarli sulla base di condizioni predeterminate dalle parti del contratto.

In merito alle iniziative legislative nazionali, sulla scorta di quanto già recentemente avvenuto in Giappone<sup>49</sup>, in Italia sono stati introdotti, a fini di prevenzione del riciclaggio del denaro e del finanziamento del terrorismo, obblighi di adeguata verifica della clientela, di conservazione di documenti, dati e informazioni sui clienti, di segnalazione di operazioni sospette, a carico dei soggetti che professionalmente forniscono a terzi servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale, detti in breve "prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale", limitatamente allo svolgimento dell'attività di conversione di valute virtuali da ovvero in valute aventi corso forzoso<sup>50</sup>.

L'inclusione delle piattaforme di cambio di valute virtuali non risolve completamente il problema dell'anonimato delle operazioni in valuta virtuale, dato che gli utenti possono effettuare operazioni all'interno del *network* anche senza ricorrere a piattaforme di cambio. Seppur gran parte delle transazioni di valute virtuali rimarrà dunque caratterizzato dall'anonimato, il recente intervento legislativo obbliga al monitoraggio del momento di accesso della moneta legale nel *network* (con la conversione in valuta virtuale) e quello di uscita dal *network* stesso (con la riconversione in moneta legale), consentendo la valutazione della congruità delle operazioni rispetto al profilo patrimoniale, economico e reddituale nonché all'attività esercitata dall'utente<sup>51</sup>.

---

<sup>49</sup> Il 26 maggio 2016 la legge giapponese sui servizi di pagamento è stata riformata per regolamentare le valute virtuali, prevedendo un obbligo di registrazione, requisiti di *corporate governance* e patrimoniali per i soggetti che offrono servizi di conversione in e da valute virtuali. Inoltre, tali soggetti sono stati sottoposti agli obblighi antiriciclaggio relativi all'identificazione della clientela e alla segnalazione delle operazioni sospette. Tali disposizioni sono entrate in vigore nel giugno 2017. Sul tema v. Y OKANO, *Virtual currencies: issues remain after Payment Services Act amended*, Nomura Research Institute, vol. 243, 15 luglio 2016; IOSCO, *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, February 2017, p. 70.

<sup>50</sup> In forza del d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, con il quale è stata recepita nel nostro ordinamento la direttiva (UE) 2015/849 (c.d. IV direttiva AML), i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali sono stati inseriti nella categoria degli "altri operatori non finanziari", di cui all'art. 3, comma 5, lett. i) del d.lgs. 231/2007, come modificato dal predetto d.lgs. 90/2017 e sottoposti ai relativi obblighi, pur limitatamente all'attività di conversione di valute virtuali in moneta legale e viceversa.

<sup>51</sup> La dottrina (A. URBANI, *La disciplina antiriciclaggio alla prova del processo di digitalizzazione dei pagamenti*, in *Riv. dir. banc.*, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 36, 2018, p. 13) vede «con estremo favore la scelta, compiuta dal legislatore nazionale in occasione della riforma del 2017, di anticipare previsioni contenute nella Proposta di Quinta direttiva antiriciclaggio».

Inoltre, ai sensi dell'art. 8 del d.lgs. 90/2017, i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale dovranno essere iscritti in una sezione speciale del registro già tenuto dall'Organismo degli Agenti e dei Mediatori creditizi (OAM) per coloro che esercitano professionalmente nei confronti del pubblico l'attività di cambiavalute<sup>52</sup>. In particolare, con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze saranno stabilite le modalità e la tempistica con cui tali soggetti dovranno comunicare al predetto Ministero la propria operatività sul territorio nazionale<sup>53</sup>. Tale comunicazione costituirà condizione essenziale per l'esercizio legale dell'attività da parte dei suddetti prestatori<sup>54</sup>.

Infine, viene riformata la legge 4 agosto 1990, n. 227, prevedendosi che il monitoraggio fiscale dei flussi finanziari sia esteso anche alle transazioni pari o superiori a 15.000 euro effettuate in valuta virtuale.

In conclusione, come evidenziato anche nella relazione di accompagnamento della proposta di riforma della quarta direttiva AML, l'estensione di obblighi in materia di antiriciclaggio risponde all'esigenza di consentire alle autorità competenti di monitorare le operazioni sospette in valute virtuali, preservando nel contempo i progressi innovativi offerti da tali valute<sup>55</sup>. D'altra parte, osserva ancora la Commissione Europea, «ridurre l'anonimato che circonda le valute virtuali contribuirà ad accrescere la fiducia degli utenti in buona fede»<sup>56</sup>.

---

<sup>52</sup> Cfr. art. 17-*bis*, commi 1 e 8-*bis*, del d.lgs. 141/2010.

<sup>53</sup> Il 31 gennaio 2018 il Ministero dell'economia e delle finanze ha posto in pubblica consultazione una bozza di decreto ministeriale ove si dispone che l'OAM avvii la gestione della sezione speciale del registro dedicata ai prestatori di servizi su valute virtuali entro 60 giorni dal termine previsto per il completamento dell'attività di primo censimento dei soggetti operanti sul mercato. La bozza di decreto prevede altresì che i dati e le informazioni dei suddetti prestatori di servizi, compresi quelli di coloro che hanno reso una comunicazione incompleta o non corredata della documentazione richiesta, siano resi tempestivamente disponibili alla polizia postale e delle comunicazioni che, nell'esercizio dei poteri inerenti le sue attribuzioni, ne faccia richiesta a supporto di eventuali attività di indagine riconducibili al contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo. È stato acutamente osservato (A. URBANI, *La disciplina antiriciclaggio*, cit., p. 14) che l'art. 2 della bozza di decreto ministeriale estende - pur in assenza di delega nella normativa primaria - la propria portata applicativa anche agli «operatori commerciali che accettano valuta virtuale quale corrispettivo di qualsivoglia prestazione avente ad oggetto beni, servizi o altre utilità», con «il comprensibile intento di stringere ulteriormente le maglie attorno alle criptovalute».

<sup>54</sup> In assenza di comunicazione i prestatori di servizi su valute virtuali potranno vedersi interdetta l'erogazione dei propri servizi dalle forze di polizia.

<sup>55</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta*, cit., p. 7.

<sup>56</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta*, cit., p. 12.

La V direttiva AML si spinge peraltro ancora più in là rispetto a quanto fatto finora dal nostro legislatore, prevedendo l'estensione degli obblighi antiriciclaggio e l'iscrizione in registri pubblici anche ai prestatori di servizi di portafoglio digitale per le valute virtuali, ossia ai soggetti che offrono servizi di custodia delle credenziali necessarie per accedere alle valute virtuali (c.d. *e-wallet*)<sup>57</sup>.

Da ultimo, occorre soffermarsi brevemente sul rapporto tra emissione di valute virtuali e disciplina della prestazione di servizi di investimento e della raccolta del risparmio.

Le significative e repentine oscillazioni di valore delle più note valute virtuali, quale il *bitcoin*, per esempio, hanno infatti spinto all'acquisto di tali beni per finalità di investimento o, più propriamente, speculativa<sup>58</sup>.

Nel contempo, le valute virtuali sono utilizzate per raccogliere fondi dal pubblico mediante le c.d. *Initial Coin Offer* (ICO), che vedono emittenti valute virtuali offrire, a fronte di altre valute virtuali o monete aventi corso legale, valute virtuali (*coin*) o diritti (*token*) derivanti dai beni sottostanti (le stesse valute virtuali emesse) o legati alla partecipazione in iniziative imprenditoriali promosse e/o gestite dagli emittenti<sup>59</sup>. Inoltre, vanno diffondendosi contratti per differenza con valute virtuali come sottostanti dell'investimento (c.d. CFD), che consentono agli investitori di speculare sulla fluttuazione del prezzo di tali valute, come *bitcoin* o *ethereum*<sup>60</sup>.

---

<sup>57</sup> Il *e-wallet*, o portafoglio digitale, consente di verificare la titolarità della valuta virtuale, tramite collegamento al registro contabile accentrato (*ledger*) ed alla relativa *blockchain*, e di effettuare pagamenti o ricevere accrediti in valuta virtuale. Altra parte della dottrina (A. URBANI, *La disciplina antiriciclaggio*, cit., p. 13) ritiene invece che il sintagma "prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali", di cui all'art. 1, co. 2, lett. ff), del d.lgs. 231/2007, accomuni tanto le piattaforme di cambio quanto i *custodian wallet*.

<sup>58</sup> Le forti oscillazioni di valore delle valute virtuali hanno posto forti dubbi circa la presenza di comportamenti manipolatori dei prezzi. Sul punto v. R. KEIDAR – S. BLEMUS, *Cryptocurrencies and Market Abuse Risks: It's Time for Self-Regulation*, 13 febbraio 2018, in [ssrn.com/abstract=3123881](https://ssrn.com/abstract=3123881).

<sup>59</sup> Non è possibile qui trattare in modo approfondito tutte le tematiche relative alle ICO. Mi limiterò a dire che i diritti sulle iniziative imprenditoriali incorporati nei *token* (in alcuni casi scambiabili su piattaforme multilaterali) possono essere tanto di carattere economico (diritto agli utili) quanto amministrativo (diritti di voto, sovente limitati).

<sup>60</sup> In argomento v. ESMA, *Statement on preparatory work of the European Securities and Markets Authority in relation to CFDs and binary options offered to retail clients*, ESMA71-99-910, 15 dicembre 2017 e FCA, *Consumer warning about the risks of investing in cryptocurrency CFDs*, 14 novembre 2017, in <https://www.fca.org.uk/news/news-stories/consumer-warning-about-risks-investing-cryptocurrency-cfds>.

Per quel che concerne l'acquisto di valute virtuali a fine di investimento o speculativo, ci si è chiesti se vi siano gli estremi per configurare un'offerta al pubblico di strumenti o prodotti finanziari e, di conseguenza, se possano definirsi quali servizi di investimento quelli offerti dalle piattaforme di offerta e scambio di valute virtuali.

Circa la riconducibilità delle valute virtuali agli "strumenti finanziari", la normativa italiana (art. 1, comma 2, del d.lgs. 58/1998, o "TUF") definisce quest'ultimi mediante rinvio ad una lista molto ampia di strumenti (sez. C dell'all. I del TUF), ma, nel contempo, escludendo che lo siano gli "strumenti di pagamento".

Il TUF non chiarisce cosa debba intendersi per strumenti di pagamento, definiti dal d.lgs. 11/2010 (con cui sono state recepite nel nostro Paese le direttive europee sui servizi di pagamento) come «qualsiasi dispositivo personalizzato e/o insieme di procedure concordate tra l'utente e il prestatore di servizi di pagamento e di cui l'utente di servizi di pagamento si avvale per impartire un ordine di pagamento»<sup>61</sup>.

In considerazione del fatto che l'ordine di pagamento fa riferimento all'esecuzione di una "operazione di pagamento", e che quest'ultima deve avere ad oggetto "fondi", ossia «banconote e monete, moneta scritturale e moneta elettronica»<sup>62</sup> così come definita dall'art. 1, comma 2, lettera h-ter) del TUB, può concludersi - in armonia con il principio secondo il quale le esenzioni dall'applicazione della disciplina di protezione apprestata dal TUF devono essere rigorosamente circoscritte - che le valute virtuali non siano annoverabili tra gli strumenti di pagamento citati dall'art. 1, comma 2, del TUF, in quanto diversi dalla moneta legale, scritturale ed elettronica in senso stretto<sup>63</sup>.

---

<sup>61</sup> Cfr. art. 1, lett. s) del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, *Attuazione della direttiva 2007/64/CE, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, e che abroga la direttiva 97/5/CE*, come modificato dal d.lgs. 218/2017.

<sup>62</sup> Cfr. art. 1, lett. o), c) ed m), del d.lgs. 111/2010. Per L. D'AGOSTINO (*Operazioni di emissione, cambio e trasferimento di criptovaluta: considerazioni sui profili di esercizio (abusivo) di attività finanziaria a seguito dell'emanazione del D. Lgs. 90/2017*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 5, 2018, p. 15) le valute virtuali non costituiscono strumenti di pagamento perché la quantità di valuta virtuale presente nel portafoglio digitale rimane nell'esclusiva sfera di dominio del proprietario, titolare dell'indirizzo e delle chiavi private di criptazione, e non entra nel conto di pagamento gestito da un prestatore di servizi di pagamento.

<sup>63</sup> Come è già stato osservato, la valuta virtuale non può dirsi moneta legale né un "surrogato" della stessa (quale quella scritturale o elettronica emessa da banche e istituti

Ciò posto, l'affermazione secondo la quale le valute virtuali non sono strumenti di pagamento non consente di concludere che essi siano strumenti finanziari, come invece viene sostenuto, in assenza di esaustiva motivazione, nella prima sentenza di merito sulla natura della compravendita di *bitcoin*<sup>64</sup>. La definizione legale di strumento finanziario fornita dal TUF rinvia infatti ad un elenco di strumenti, ritenuto non suscettibile di interpretazione analogica<sup>65</sup>, nel quale non vi è modo di far rientrare una valuta virtuale<sup>66</sup>.

A diverse conclusioni deve invece giungersi laddove si faccia riferimento alla nozione di "prodotti finanziari", che il TUF definisce come «gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria»<sup>67</sup>.

---

di moneta elettronica), in quanto è accettata volontariamente dal creditore dell'obbligazione pecuniaria e, in mancanza di accordi, non ha valore liberatorio legale per il debitore. Per tale motivo (I. VISCO, *Welcome address*, 1st Biennial Banca d'Italia and Bocconi University Conference on Financial Stability and Regulation, 5 aprile 2018, p. 4) si preferisce parlare di *crypto-assets* anziché *crypto-currencies*. *Contra* G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici*, cit. p. 423, il quale ritiene che il *bitcoin* potrebbe affermarsi come strumento di pagamento grazie alla costante crescita nel suo utilizzo da parte del pubblico.

<sup>64</sup> Il Tribunale di Verona, con una nota sentenza del 24 gennaio 2017 (con nota di M. PASSARETTA, *Bitcoin: il leading case italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, n. 4, 2017, p. 471 ss.), ha infatti ricondotto i *bitcoin* agli strumenti finanziari, stabilendo l'applicabilità delle norme sul Codice del Consumo in tema di commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori.

<sup>65</sup> In questo senso, tra gli altri, V.V. CHIONNA, *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano, 2008, p. 191 e L. SALAMONE, *La nozione di «strumento finanziario» tra unità e molteplicità*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, p. 716 s..

<sup>66</sup> Così anche L. D'AGOSTINO, *Operazioni di emissione, cambio e trasferimento di criptovaluta: considerazioni sui profili di esercizio (abusivo) di attività finanziaria a seguito dell'emanazione del D. Lgs. 90/2017*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 5, 2018, p. 16.

<sup>67</sup> Cfr. art. 1, lett. u) del TUF.

In linea con quanto da tempo affermato dalla dottrina<sup>68</sup> e dalla Consob<sup>69</sup>, anche per la Suprema Corte<sup>70</sup>, infatti, l'investimento di natura finanziaria comprende ogni conferimento di una somma di denaro da parte del risparmiatore con un'aspettativa di profitto o di remunerazione (attesa di utilità a fronte delle disponibilità investite nell'intervallo determinato da un orizzonte temporale) in presenza di rischio.

La Consob, in particolare, ha recentemente preso in esame lo svolgimento di un'attività promozionale, rivolta a soggetti residenti in Italia, avente ad oggetto l'offerta al pubblico di "pacchetti di estrazione di criptovalute", comprensivi di una quantità di cripto-moneta già inclusa nel "pacchetto" e del servizio di *data mining* offerto dallo stesso emittente, che consente l'estrazione giornaliera di una ulteriore quantità di cripto-monete.

Analizzate le caratteristiche di siffatti "pacchetti di estrazione di criptovalute" e accertata l'assenza di un prospetto informativo, la Consob ne ha vietato l'offerta pubblicitaria nei confronti del pubblico residente in Italia, riconoscendovi la natura di un investimento di natura finanziaria, e quindi di un prodotto finanziario ai sensi dell'art. 1, lett. u) del TUF, in ragione di: un impiego di capitale; un'aspettativa di rendimento di natura finanziaria; l'assunzione di un rischio connesso all'impiego di capitale<sup>71</sup>.

Pare non dubitabile, dunque, che allorquando l'acquirente di una valuta virtuale investe una somma di denaro nell'aspettativa di ottenere un rendimento e mettendo a rischio quanto ha investito, l'operazione sia riconducibile all'acquisto di un prodotto finanziario, con l'applicazione delle norme in materia di intermediazione finanziaria.

---

<sup>68</sup> Sul tema v., tra gli altri, F. ANNUNZIATA, *Commento sub art. 94*, in F. Marchetti, A. Bianchi (a cura di), *Testo unico della finanza*, Milano, 1999, p. 86 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, *passim*; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2013, *passim*; E. GABRIELLI, R. LENER, *Valori mobiliari e strumenti finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, I, Tratt. Rescigno-Gabrielli, Torino, 2011, p. 27 ss.; M. ONZA, L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, p. 567 ss.; V.V. CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, p. 1 ss.; A. URBANI, *I servizi, le attività di investimento e gli strumenti finanziari*, in F. Capriglione (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, p. 448 ss..

<sup>69</sup> La Consob ha più volte ribadito quest'impostazione: si vedano, al proposito, le Comunicazioni n. DAL/97006082 del 10 luglio 1997, DIS/98082979 del 22 ottobre 1998, DIS/99006197 del 28 luglio 1999, DIS/36167 del 12 maggio 2000, DEM/1043775 del 1° giugno 2011 e DTC/13038246 del 6 maggio 2013.

<sup>70</sup> Cfr. da ultimo, Cass. Civ. 5 febbraio 2013, n. 2736. Così anche Cass. civ. 15 aprile 2009 n. 8947.

<sup>71</sup> Cfr. Consob, delibera 20 aprile 2017, n. 19968.

In particolare, occorrerà fare riferimento alla disciplina dettata dal TUF e dai relativi regolamenti attuativi in materia di appello al pubblico risparmio (nello specifico, di offerta al pubblico di prodotti finanziari) e di prestazione di servizi e attività di investimento<sup>72</sup>.

In molti Paesi le valute virtuali sono invece considerate strumenti finanziari, ai fini dell'applicazione della relativa disciplina. È il caso, ad esempio, degli Stati Uniti<sup>73</sup> e, in Europa, della Germania<sup>74</sup>.

In considerazione della estrema facilità con cui valute virtuali emesse da un soggetto avente sede in un determinato Paese possono essere offerte e collocate ad investitori residenti in altri Paesi, non vi è dubbio che, al fine di evitare insediamenti opportunistici ed elusivi degli emittenti, sia quanto mai opportuno definire l'inquadramento giuridico del bene in una

---

<sup>72</sup> Saranno applicabili, in ogni caso, le norme sulla promozione e sul collocamento a distanza di cui all'art. 32 del TUF, nonché le norme di cui agli artt. 125-127 del Regolamento Consob 15 febbraio 2018, n. 20307. Nell'ipotesi in cui un prodotto finanziario rappresentato o avente come sottostante valuta virtuale sia emesso da una banca o da un'impresa di assicurazione, saranno altresì applicabili le norme sullo svolgimento dei servizi di cui agli artt. 25-bis e 25-ter del TUF e sull'offerta fuori sede di cui all'art. 30 TUF, nonché gli artt. 124 e 129-135 del Regolamento Consob 15 febbraio 2018, n. 20307.

<sup>73</sup> Negli Stati Uniti gran parte delle offerte e vendite di *token* rivenienti da ICO sono state sottoposte alla disciplina dell'offerta al pubblico di strumenti finanziari, ai sensi della Section 2 (a) (1) del Securities Exchange Act del 1934 e, conseguentemente, alla giurisdizione della Securities Exchange Commission. I *token*, infatti, sono spesso risultati "positivi" al test elaborato dalla Corte Suprema nel caso SEC v. Howey 328 U.S. 293 del 1946, rappresentando investimenti di denaro in iniziative d'impresa gestite da terzi con la ragionevole aspettativa di profitti da parte degli investitori. Recentemente, il Presidente della SEC (J. CLAYTON, *Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings*, in [www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11](http://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11)) ha precisato che le criptovalute possono essere sottoposte alla giurisdizione della SEC al ricorrere o meno delle caratteristiche di strumenti finanziari. Sugli orientamenti della giurisprudenza statunitense cfr. P. GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Società*, n. 1, 2019, p. 55 ss.

<sup>74</sup> In Germania la Bafin, autorità federale di supervisione finanziaria (*Virtual Currency (VC)*, in [www.bafin.de/EN/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual\\_currency\\_node\\_en.html](http://www.bafin.de/EN/Aufsicht/FinTech/VirtualCurrency/virtual_currency_node_en.html)) considera da tempo i *bitcoin* quali strumenti finanziari, in quanto unità di conto - assimilabili alle valute straniere - per quanto non legalmente vincolanti (ai sensi della sezione 1, par. 11, della legge bancaria tedesca, Kreditwesengesetz - KWG). In merito alle ICO, nel marzo 2018 la Bafin ha diffuso una *advisory letter (Initial Coin Offerings: Advisory letter on the classification of tokens as financial instruments, WA 11-QB 4100-2017/0010, del 28 marzo 2018)* nella quale si sostiene che i *token* possono essere classificati, a seconda delle concrete caratteristiche che assumono, quali strumenti finanziari ai sensi della legge tedesca sui servizi di investimento (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG) o della Mifid II, ovvero un prodotto finanziario ai sensi della legge tedesca sul prospetto finanziario ((Wertpapierprospektgesetz - WpPG), ovvero ancora un investimento di capitale ai sensi della omonima legge tedesca (Vermögensanlagengesetz - VermAnlG).

determinata categoria, per consentire l'applicazione di un trattamento regolamentare uniforme<sup>75</sup>.

Occorre infine soffermarsi, per completare la disamina dal punto di vista regolamentare, sul rapporto tra emissione e collocamento di valute virtuali e disciplina della raccolta di fondi tra il pubblico. In quest'ottica rileva la circostanza che dette attività vedano l'incasso di un corrispettivo in moneta legale e siano accompagnate o meno dall'obbligo di rimborso dei fondi acquisiti<sup>76</sup>: in caso affermativo si è ritenuto che l'attività dell'emittente possa essere riconducibile all'attività di raccolta di risparmio tra il pubblico riservata alle banche<sup>77</sup>.

Al proposito, occorre però considerare che molte valute virtuali, quali i *bitcoin*, ad esempio, sono emesse nell'ambito di uno schema operativo decentrato, ove partecipa un numero indefinito di emittenti che si avvalgono di una tecnologia di registro distribuito.

Sulla base di questi presupposti assume quindi maggior rilievo la posizione dei prestatori di servizi su valute virtuali, o *exchange*, che si occupano della conversione o compravendita di valute virtuali.

Laddove tali soggetti consentissero al pubblico di detenere depositi in moneta virtuale a fronte della moneta legale acquisita, obbligandosi a rimborsare il controvalore riconvertendone il saldo, a distanza di tempo, in moneta legale, potrebbero esservi i presupposti per integrare l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico<sup>78</sup>, secondo la definizione offerta dalla legge vigente, che non prevede oggi alcuna deroga a favore di soggetti che acquisiscono depositi in valuta virtuale con obbligo di restituzione in moneta legale<sup>79</sup>.

---

<sup>75</sup> Secondo la Commissione Europea (*FinTech Action plan*, cit., p. 6), in considerazione del fatto che i *crypto-asset* sono un fenomeno globale, sarà essenziale un approccio coordinato e coerente nell'ambito del G20, del Financial Stability Board e dei regolatori internazionali in generale. Auspica la necessità di una regolamentazione del fenomeno funzionale a ridurre rischi di arbitraggio normativo e minacce alla protezione degli investitori ESMA, *Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, ESMA50-157-1391, 9 January 2019, p. 36 ss.

<sup>76</sup> Cfr. art. 11 TUB.

<sup>77</sup> In questi termini v. M. MANCINI, *Valute virtuali e Bitcoin*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1, 2015, p. 128 s..

<sup>78</sup> Così anche F. DI VIZIO, *Lo statuto giuridico delle valute virtuali: le discipline e i controlli. Tra oro digitale ed irrocervo indomito*, in [www.fondazionepesenti.it](http://www.fondazionepesenti.it), p. 24.

<sup>79</sup> Sul punto si rinvia ancora all'art. 11 TUB, su cui, da ultimo, V. TROIANO, *Commento sub art. 11*, in F. Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2018, p. 132 ss..

Posizioni contrastanti si osservano in merito all'attività degli *exchange* che si limitano a incassare moneta legale da parte del pubblico e trasferire la stessa a controparti, a fronte di un corrispettivo in valuta virtuale<sup>80</sup>.

Come in precedenza osservato, il legislatore italiano ha ricondotto sostanzialmente tale attività a quella di cambiavalute, sottoponendo i prestatori di servizi su valute virtuali ad un obbligo di comunicazione dell'esercizio dell'attività al Ministero dell'economia e delle finanze, al fine del loro censimento in una sezione speciale del registro dei cambiavalute istituito presso l'OAM. Le Autorità di altri Paesi, come la Francia<sup>81</sup>, hanno invece sostenuto che l'attività di cui sopra sia assimilabile alla prestazione di un servizio di pagamento, ed in quanto tale sottoposta a riserva a favore di banche e altri intermediari autorizzati, con l'auspicio che la questione sia oggetto di iniziative regolamentari coordinate a livello europeo ed internazionale<sup>82</sup>.

L'emanazione della V direttiva AML sancisce una regolamentazione "leggera" dei prestatori di servizi su valute virtuali e di portafoglio digitale, sottoponendo entrambi ad un obbligo di registrazione presso pubbliche autorità ed all'osservanza di obblighi sul solo piano antiriciclaggio<sup>83</sup>. Il legislatore europeo pare invece sottrarre l'attività degli *exchange* alla disciplina sui servizi di pagamento, ribadendo che le valute virtuali non devono essere confuse né con la moneta elettronica, né con il più ampio

---

<sup>80</sup> Per l'integrazione delle attività riservate di raccolta del risparmio o di prestazione di servizi di pagamento, a seconda delle modalità di svolgimento concretamente adottate, cfr. M. MANCINI, *Valute virtuali*, cit., p. 130. Di diverso avviso A. CECCHETTO (*Gli albori di una rivoluzione (quasi) copernicana*, in *ilcaso.it*, 14 dicembre 2017, p. 12), ritenendo che i servizi di deposito e scambio (a scopo di investimento) di monete, virtuali e non, offerto da tali piattaforme rappresentano raccolta di capitale di rischio, senza alcuna obbligazione di rimborso a carico del depositario.

<sup>81</sup> Cfr. BANQUE DE FRANCE, *L'émergence du bitcoin et autres crypto-actifs: enjeux, risques et perspectives*, Focus n. 16, 5 marzo 2018, p. 5.

<sup>82</sup> Il Financial Stability Board ha recentemente ribadito (FSB, *To G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 13 marzo 2018, p. 2) che, data la natura globale dei mercati delle criptovalute, è richiesto un maggiore coordinamento a livello internazionale supportato da organizzazioni quali il FATF, il CPMI (Comitato sui Pagamenti e sulle Infrastrutture di Mercato) e lo IOSCO.

<sup>83</sup> Secondo il considerando 8 della V direttiva AML, grazie alle regole da quest'ultima introdotte le autorità competenti dovrebbero essere in grado di monitorare, attraverso i soggetti obbligati, l'uso delle valute virtuali. «Tale monitoraggio consentirebbe un approccio equilibrato e proporzionale, salvaguardando i progressi tecnici e l'elevato livello di trasparenza raggiunto in materia di finanziamenti alternativi e imprenditorialità sociale».

concetto di “fondi” di cui alla direttiva (UE) 2015/2366 (c.d. “direttiva PSD2”)<sup>84</sup>.

3. *Le monete complementari: caratteristiche e punti di contatto con le attività riservate.*

L’innovazione tecnologica degli ultimi anni ha visto anche un deciso sviluppo delle c.d. “monete complementari”.

Occorre in primo luogo sottolineare che manca una definizione legale di moneta complementare<sup>85</sup>.

L’opinione prevalente è che si tratti di valute locali utilizzate in ambiti molto ristretti, quali una città o una regione, e tra un numero limitato di utenti<sup>86</sup>.

Per il localismo che le contraddistingue le monete complementari non dovrebbero essere considerate vere e proprie valute virtuali<sup>87</sup>, destinate ad essere utilizzate come mezzo di scambio su un mercato non circoscritto

---

<sup>84</sup> Cfr. considerando 10 della V direttiva AML. Sembrano quindi abbandonate le iniziative comunitarie (cfr., in particolare, EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on an Action Plan for strengthening the fight against terrorist financing*, COM (2016) 50/2) volte a rendere applicabile ai soggetti emittenti valute virtuali lo statuto introdotto con la Payment Service Directive.

<sup>85</sup> Va segnalato, al proposito, che in data 30 luglio 2014 è stata presentata alla Camera dei Deputati la Proposta di legge n. 2582, *Delega al Governo per la disciplina dell'emissione e della circolazione delle monete complementari*, d’iniziativa dei deputati Boccadutri ed altri, nell’ambito della quale, tra l’altro, si definiscono come monete complementari «gli strumenti di pagamento esclusivamente elettronici volti a facilitare gli scambi di beni e di servizi, compreso il lavoro, all’interno di una comunità socio-economica definita utilizzando, anche congiuntamente, criteri di carattere territoriale o funzionale».

<sup>86</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta*, cit., p. 24. Secondo l’Unità di Informazione Finanziaria (UIF, *Rapporto Annuale 2014*, Roma, maggio 2015, p. 53) le monete complementari o monete locali «sono schemi in cui produttori di beni e servizi e consumatori, legati dall’appartenenza a una medesima comunità, concordano di utilizzare, per il regolamento delle reciproche ragioni di debito e credito, una “moneta” alternativa a quella ufficiale, realizzando un sistema che favorisce sostanzialmente una forma di baratto tra i soggetti aderenti all’iniziativa».

<sup>87</sup> Così anche si legge nel considerando 11 della V direttiva AML, ove si afferma che «le valute locali, note anche come monete complementari, che sono utilizzate in ambiti molto ristretti, quali una città o una regione, e tra un numero limitato di utenti, non dovrebbero essere considerate valute virtuali». Nello stesso senso anche C. SCHENA - A. TANDA - C. ARLOTTA - G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l’industria finanziaria nell’era digitale*, in *Consob. Quaderni Fintech*, n. 1, marzo 2018, p. 38.

e tendenzialmente globale, data la facilità di trasferimento connessa alla rappresentazione digitale che è loro propria. In realtà, spesso le monete complementari vengono annoverate tra le valute virtuali, per l'assenza di materialità che le accomuna<sup>88</sup>.

Non dovrebbero neanche essere confuse con la moneta elettronica, in quanto, a differenza di queste ultime, non si tratta di mere rappresentazioni in forma digitale delle comuni valute a corso legale<sup>89</sup>.

Le monete complementari, insomma, sono strumenti di scambio che si affiancano alle valute legali, senza tuttavia sostituirle. Nella pratica sono utilizzate talvolta in ristretti ambiti territoriali per l'acquisto di beni e servizi, in altre occasioni all'interno di circuiti, quale moneta scritturale di credito cooperativo, al fine di registrare e garantire la compensazione tra i crediti e i debiti derivanti da transazioni commerciali tra i partecipanti del circuito stesso<sup>90</sup>.

---

<sup>88</sup> In questo senso anche G. LEMME – S. PELUSO, *Criptomoneta*, cit., p. 5 ss.

<sup>89</sup> UIF, *Rapporto*, cit., p. 53.

<sup>90</sup> Cfr. la succitata Proposta di legge C. 2582 del 30 luglio 2014. A questo proposito ha suscitato particolare interesse l'esperienza del c.d. "Circuito di Credito Commerciale" Sardex, una sorta di piattaforma integrata di pagamenti tra gli aderenti progettata per facilitare le relazioni tra soggetti economici operanti inizialmente solo in Sardegna, e poi estesa anche in altre regioni italiane. Lo scopo dichiarato del circuito, gestito dalla Sardex S.p.A., è di riconnettere le piccole imprese del territorio, erogando strumenti di pagamento e di credito "paralleli e complementari a quelli tradizionali". L'impresa che intende aderirvi, solitamente caratterizzata da condizioni di illiquidità temporanea, chiede al gestore di essere ammessa al circuito; Sardex, dopo avere effettuato una valutazione del valore dei beni e dei servizi oggetto dell'impresa che l'imprenditore può apportare al circuito, le riconosce un credito nella valuta complementare sardex, che consente di scambiare ciò che produce con gli altri imprenditori aderenti, sino a concorrenza di tale valore. I corrispettivi dovuti da un'impresa aderente vengono soltanto virtualmente addebitati alla stessa mediante regolamento immediato in valuta complementare su di un apposito conto online gestito dalla società di gestione. Il funzionamento del circuito di credito commerciale viene ricondotto dalla Sardex S.p.A. all'istituto della permuta, dal quale tuttavia differisce se si considera che, mentre in base all'art. 1552 c.c., tale contratto tipico configura uno scambio sinallagmatico di beni o servizi, nel caso del circuito lo scambio di beni non si realizza in maniera reciproca tra due o più parti in quanto l'imprenditore A che riceve il bene dall'imprenditore B non scambia a sua volta i suoi beni o servizi necessariamente con tale ultimo imprenditore ma può effettuare tale scambio con tutti gli altri imprenditori aderenti al circuito. Non essendo identificabile il presupposto della corrispettività necessaria propria del contratto tipico di permuta, il circuito Sardex si identifica piuttosto come un sistema di accordi al contempo plurilaterale, tra gli aderenti, e bilaterale, con il gestore, nel complesso riconducibile alla fattispecie atipica, sempre della famiglia del "baratto", del c.d. "barter", contratto plurilaterale atipico con cui più soggetti si scambiano vicendevolmente beni o servizi concludendo le relative operazioni mediante compensazione reciproca, in presenza di una c.d. *barter company*, in questo caso Sardex, la quale gestisce il circuito e regola tutte le operazioni in moneta complementare. Sul Sardex

Con riferimento ai suddetti circuiti “di credito” si rileva che, nella pratica, il soggetto gestore istituisce una piattaforma di pagamenti e svolge nei confronti degli aderenti servizi di pagamento - fornendo altresì servizi accessori alla detenzione del conto da parte degli aderenti (quali l'*home banking*, il bancomat, la carta POS) - che regola istantaneamente e integralmente in valuta complementare su appositi conti accesi dagli aderenti presso il medesimo gestore; questi è anche solito concedere agli aderenti finanziamenti, sempre in valuta complementare e generalmente di importo contenuto, previa effettuazione di una sorta di valutazione del “merito di credito”.

È lecito chiedersi, sul punto, se le attività del soggetto gestore di un tale circuito possano configurare prestazione di servizi di pagamento o concessione di finanziamenti, ovviamente in moneta complementare, tenendosi in debito conto che il gestore non è, nella prassi, un ente autorizzato ai sensi del testo unico bancario a esercitare professionalmente tale servizi nei confronti del pubblico.

In primo luogo viene in rilievo l'eventuale riconducibilità dei servizi del circuito alla nozione di strumenti di pagamento c.d. “a spendibilità limitata”, che, per la loro particolare natura, possono essere svolti anche da parte di soggetti non vigilati.

Sulla scorta del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11<sup>91</sup> e della normativa secondaria emanata da Banca d'Italia<sup>92</sup>, non rientrano infatti nella riserva di attività i servizi basati su strumenti di pagamento «che vengano utilizzati esclusivamente: a) per l'acquisto di beni o servizi presso l'emittente; b) sulla base di un accordo commerciale con l'emittente: b.1) per l'acquisto di beni o servizi all'interno di una rete limitata di esercenti; b.2) per l'acquisto di una gamma limitata di beni o servizi»<sup>93</sup>.

---

si consenta il rinvio, ancora una volta, a G.L. GRECO - D.D. ABATE, *Riserve di attività*, cit., p. 116 ss.

<sup>91</sup> Sono esclusi da riserva di esercizio i servizi di pagamento di cui all'art. 2, comma 2, lett. m), del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, che dà attuazione in Italia alla disciplina comunitaria dettata in materia di servizi di pagamento dalla Direttiva 2007/64/CE (c.d. PSD). Tale esclusione è riproposta anche nell'art. 3, comma 1, lett. k), della Direttiva (UE) 2015/2366 (c.d. PSD2).

<sup>92</sup> BANCA D'ITALIA, *Attuazione del Titolo II del Decreto legislativo n. 11 del 27 gennaio 2010 relativo ai servizi di pagamento (Diritti ed obblighi delle parti)*, 5 luglio 2011.

<sup>93</sup> BANCA D'ITALIA, *Attuazione*, cit., p. 18. In ogni caso, peraltro, anche nei casi di operatività in esenzione: (i) il soggetto che svolge l'attività dovrebbe indicare che si tratta di circuito privato; (ii) resta comunque riservata l'attività di regolamento sul conto

Come ha evidenziato anche la Banca d'Italia, l'accezione "rete limitata di esercenti" deve escludere la spendibilità dello strumento di pagamento presso una lista di esercenti convenzionati, poiché in tale caso l'estensione soggettiva della rete di accettazione non sarebbe determinabile a priori e quindi risulterebbe potenzialmente illimitata<sup>94</sup>. Ne consegue che, laddove un circuito fosse indiscriminatamente aperto all'entrata di nuovi partecipanti, potrebbe ritenersi che l'operatività sia prestata nei confronti del pubblico e, quindi, debba essere riservata agli intermediari autorizzati (banche, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica).

Con riguardo alla concessione di finanziamenti agli operatori del circuito possono avanzarsi considerazioni sostanzialmente analoghe.

Il regolamento del Ministero dell'Economia e delle Finanze 2 aprile 2015, n. 53 (di seguito "il Regolamento"), attuativo delle disposizioni dell'art. 106, ult. co., del TUB, come modificato dal d.lgs. 141/2010, esclude, in particolare, che si configuri come operatività nei confronti del pubblico (dunque attività riservata a banche ed intermediari finanziari iscritti all'albo ex art. 106 TUB) la concessione di finanziamenti da produttori di beni e servizi o da società del gruppo di appartenenza a soggetti appartenenti alla medesima filiera produttiva o distributiva del bene o del servizio, quando i destinatari del finanziamento non siano consumatori ai sensi dell'art. 121 TUB né utilizzatori finali del bene o servizio e il contratto di finanziamento sia collegato a un contratto per la fornitura o somministrazione di beni o servizi, di natura continuativa ovvero di durata non inferiore a quella del finanziamento concesso.

Laddove il gestore del circuito dovesse concedere finanziamenti agli operatori aderenti parrebbe però difficile riscontrare in concreto gli estremi per l'esenzione, dato che, quanto meno, il gestore stesso, quale finanziatore, dovrebbe appartenere sistematicamente alla medesima filiera produttiva o distributiva del bene o del servizio prestato dall'aderente finanziato.

Va sottolineato, a questo punto dell'indagine, che le considerazioni sin qui svolte, sia con riferimento all'operatività connessa alla prestazione di servizi di pagamento sia con riguardo alla concessione di finanziamenti agli aderenti, prescindono dal fatto che le transazioni avvengano all'interno

---

corrente delle operazioni effettuate in regime di esenzione; (iii) qualora l'emissione di strumenti a spendibilità limitata sia connessa all'erogazione di finanziamenti, resta ferma l'applicazione della disciplina dettata in materia di trasparenza e di credito al consumo.

<sup>94</sup> BANCA D'ITALIA, *Attuazione*, cit., p. 20.

del circuito "di credito" in moneta complementare e non in valuta avente corso legale.

In prima battuta può ritenersi che, tanto per l'attività di finanziamento quanto per quella di prestazione di servizi di pagamento, le esigenze di ordine pubblico a fondamento della riserva legale, legate all'affidabilità e stabilità dell'impresa, sussistano anche nel caso in cui, come accade per tali circuiti, le attività avvengano mediante l'uso di moneta complementare<sup>95</sup>. Tali esigenze di tutela si pongono non soltanto nei confronti del sistema finanziario ma anche verso gli utenti finali, i quali potrebbero non soffermarsi sulla circostanza che gli scambi avvengano in moneta complementare ma, soprattutto, ben potrebbero confondere il gestore del circuito con un intermediario vigilato e paragonare i servizi offerti da detto circuito con quelli proposti, ad esempio, da un istituto di pagamento.

Occorre infine tenere conto del fatto che tali circuiti possono prevedere un rapporto fisso di equivalenza tra moneta complementare e valuta legale (ad esempio, l'euro) e contemplare residuali ipotesi di conversione tra esse.

Inoltre, si pone la questione se, a certe condizioni, una moneta complementare possa ricondursi alla moneta scritturale, nell'accezione più ampia del termine, come strumento avente funzione solutoria<sup>96</sup>.

---

<sup>95</sup> Solleva forti dubbi sull'operatività delle monete complementari P. BIFFIS, *Come funzionano le "monete" complementari (Sardex, Venetex, Piemontex, ecc.)*, in <http://noisefromamerika.org/articolo/come-funzionano-monete-complementari-sardex-venetex-piemontex-ecc>. Con riferimento alle monete complementari, a questo proposito, va segnalata un'iniziativa legislativa di qualche anno fa, ancora nell'iter parlamentare (Proposta di legge C. 2582, *Delega al Governo per la disciplina dell'emissione e della circolazione delle monete complementari*, presentata il 30 luglio 2014, attualmente assegnata alla VI Commissione Finanze), ove si prevede, tra l'altro, di definire i requisiti essenziali di tali monete e taluni presidi sull'attività degli emittenti e dei circuiti, tra cui: l'obbligo di iscrizione in apposito elenco, a seguito di autorizzazione e sorveglianza da parte della Banca d'Italia; il rispetto di requisiti di equilibrio economico, di solidità gestionale, di professionalità, di onorabilità e di indipendenza degli esponenti aziendali; l'adozione di un organismo di garanzia che assolva a funzioni di supervisione strategica dell'emittente. Viene inoltre disposto che agli emittenti e ai gestori di circuiti di moneta complementare sia riservato il cambio di moneta complementare con moneta avente valore legale, e viceversa, vietando il cambio diretto tra soggetti diversi e la negoziazione della moneta complementare su mercati secondari.

<sup>96</sup> Sul tema v. G. LEMME, *Moneta scritturale*, cit., pp. 108 e ss.; S. SICA - P. STANZIONE - V. ZENO ZENCOVICH, *La moneta elettronica: profili giuridici e problematiche applicative*, Milano, 2006, p. 17 e 97; R. D'ORAZIO, *Il quadro giuridico della moneta elettronica*, in *Dir. Inf.*, 2004, p. 191; V. SANTORO, *Il diritto dei sistemi di pagamento*, Milano, 2007, p. 59; G. FINOCCHIARO,

È noto che a conferire carattere di moneta a un determinato mezzo, usato come intermediario degli scambi di beni e servizi, come misura dei valori o, più generalmente, come strumento regolatore dei rapporti di debito, non concorre necessariamente l'utilità intrinseca del mezzo stesso, bensì la fiducia nella sua generale accettazione. Se ciò, in passato, ha consentito che la moneta bancaria prendesse piede, non può affatto escludersi che nei sistemi economici moderni gli operatori, anche non particolarmente evoluti e competenti, si affidino a strumenti alternativi, come la moneta complementare, per regolare i propri rapporti di debito-credito.

Dal punto di vista della funzione svolta, infatti, parrebbero non cogliersi differenze apprezzabili, al giorno d'oggi, tra moneta scritturale e moneta complementare (e valuta virtuale), tenuto anche conto che, come osservato dalla dottrina<sup>97</sup>, nemmeno «al biglietto di banca è inerente alcun valore intrinseco». Anche il denaro, come le valute scritturali e quelle complementari o virtuali, «così in senso economico come in senso giuridico, è piuttosto da considerare come misuratore di valore, un parametro esatto sulla base del quale indicare il valore di tutti gli altri beni»<sup>98</sup>.

Se, dunque, moneta scritturale, complementare o virtuale rispondono alla medesima esigenza, il problema peculiare della moneta complementare o della valuta virtuale - che, a differenza di quella legale, non possono fare affidamento sul potere di solvibilità generalizzata che discende direttamente dalla legge - resta quello di verificare se la specifica valuta alternativa conferisca o meno una disponibilità giuridica apprezzabile in capo a chi la detiene<sup>99</sup>. A tale scopo assume rilievo la dimensione del circuito al cui interno è accettata la moneta, dal momento

---

*Prime riflessioni sulla moneta elettronica*, in *Contratto e impresa*, 2001, p. 1345; G. OLIVIERI, *Appunti sulla moneta elettronica. Brevi note in margine alla direttiva 2006/46; riguardante gli istituti di moneta elettronica*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, p. 809. Il tema della moneta scritturale è stato ampiamente affrontato in dottrina; cfr. in materia G.F. CAMPOBASSO, *Bancogiro*, cit., *passim*; G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bit-coin: miraggio monetario critto-anarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica* (II), 2015, fasc. 3, p. 415; G.B. BARILLA, *I servizi di pagamento «armonizzati» e l'addebito diretto nel panorama bancario italiano*, in *Giur. comm.*, 2014, p. 331.

<sup>97</sup> Così V. SANTORO, *Il conto corrente bancario*, Milano, 1992, p. 96, il quale ricorda anche che il fenomeno della progressiva astrazione della moneta non è un fenomeno nuovo: la circostanza che le scritture in banco potessero stare in luogo del materiale trasferimento di pezzi monetari era, infatti, un dato socialmente incontestato nelle comunità dei mercanti.

<sup>98</sup> Così V. SANTORO, *op. ult. cit.*, p. 98.

<sup>99</sup> Così V. SANTORO, *op. ult. cit.*, p. 98.

che tale dato consente di cogliere il grado di spendibilità e affidabilità della stessa e, conseguentemente, permette di identificare in concreto quanto tali valute alternative possano essere assimilabili, sotto il profilo dei loro effetti materiali, almeno in un delimitato settore, alla moneta legale<sup>100</sup>.

#### 4. Criptovalute, FinTech e attività finanziarie tradizionali: spunti per un modello di regolazione comune.

L'attribuzione di funzione solutoria a monete immateriali "alternative" è probabilmente da considerarsi un processo spontaneo, che trova terreno fertile nell'evoluzione tecnologica<sup>101</sup> e, in certi periodi storici, nella difficoltà dei circuiti tradizionali di soddisfare le esigenze di soggetti *in deficit* di risorse finanziarie. Ciò detto, non pare prudente, né efficiente, che tale processo possa svilupparsi in totale *deregulation*, in considerazione del fatto che *default* di sistemi di pagamento e di circuiti di credito alternativi sono comunque suscettibili di provocare, laddove non circoscritti, crisi di fiducia<sup>102</sup> che potrebbero propagarsi, con effetti ben più nefasti, su altri operatori tradizionali e, nei casi più gravi, sul sistema finanziario nel suo complesso<sup>103</sup>.

---

<sup>100</sup> Per M. BAGELLA (*Note sulla evoluzione della moneta nell'economia contemporanea*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1, giugno 2015, p. 14), il *bitcoin* «è una moneta immateriale che per diventare universalmente accettata richiederebbe evoluzioni politiche irte di mille difficoltà (...) il futuro monetario internazionale è perciò ancora da costruire, e come tale richiederà valutazioni e impegni che per ora non sembrano comparire nelle agende dei governi in posizione prioritaria».

<sup>101</sup> Taluno ritiene (J.O. MCGINNIS - K. ROCHE, *Bitcoin: Order without Law in the Digital Age* in *Northwestern Public Law Research Paper*, n.17-06, 7 marzo 2017, in [ssrn.com/abstract=2929133](https://ssrn.com/abstract=2929133)) che la crescita dell'ecosistema *bitcoin* e della sua struttura non basata sul riconoscimento legale possono contribuire a contrastare la sfiducia nei sistemi monetari tradizionali.

<sup>102</sup> Recentemente il Financial Stability Board (FSB, *To G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 13 marzo 2018, p. 2) ha rivisto la propria opinione iniziale circa il limitato rischio sistemico delle valute virtuali, evidenziando che l'espansione del loro utilizzo e la crescita delle interconnessioni con il sistema finanziario regolamentato potrebbe mettere in discussione la stabilità complessiva dei mercati a causa di negativi impatti sulla fiducia nel sistema finanziario. Per tale motivo il FSB si propone di identificare modelli per un monitoraggio rafforzato dei rischi di stabilità finanziaria causati dai *crypto-assets*.

<sup>103</sup> BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), *Criptovalute: al di là del fenomeno alla moda*, Relazione economica annuale, 2018, sottolinea (p. 1) che «l'essenza della moneta "buona" è sempre stata la fiducia rispetto alla stabilità del suo valore» e che «affinché tale fiducia possa essere mantenuta, è necessario che la grande maggioranza della potenza

Il problema sopra accennato si inserisce, a ben vedere, nella più generale questione circa l'*an* ed il *quomodo* della regolazione del settore *FinTech*.

Con *FinTech* si fa riferimento alle applicazioni tecnologiche nell'offerta di servizi finanziari in grado di stravolgere l'attività degli intermediari<sup>104</sup>.

La nozione di *FinTech* ricomprende più precisamente le innovazioni - osservabili nel settore finanziario in senso ampio, tra le quali, appunto, le criptovalute - «che sono rese possibili dall'impiego delle nuove tecnologie sia nell'offerta di servizi agli utenti finali sia nei "processi produttivi" interni agli operatori finanziari nonché nel disegno di imprese-mercato (i c.d. *financial marketplace*)»<sup>105</sup>.

Si è detto dunque, con efficace metafora, che *FinTech* siede all'incrocio tra servizi finanziari e mercato unico digitale<sup>106</sup>.

A fronte di un primo approccio al tema *FinTech*, un po' superficiale e opportunistico, che vedeva la deregolamentazione quale chiave per non frenare il processo di innovazione<sup>107</sup>, le opinioni più recenti e accreditate oscillano tra il livellamento delle regole in base ai servizi prestati (indipendentemente dal tipo di fornitore e dalla tecnologia adottata)<sup>108</sup> e la personalizzazione degli strumenti regolatori tarata sulle diverse tipologie di business tecnologicamente *disruptive*.

Dato che il livellamento del terreno di gioco tende tradizionalmente ad essere operato "per eccesso", gravando gli operatori innovativi che si affacciano sul mercato di fardelli regolamentari sovrabbondanti rispetto

---

computazionale sia controllata da operatori onesti della rete, che ogni singolo utente verifichi la storia delle transazioni, e che l'offerta della criptovaluta sia predeterminata dal suo protocollo». Analizzate le caratteristiche delle attuali criptovalute, lo studio conclude affermando che «la tecnologia decentralizzata delle criptovalute, sebbene sia sofisticata, rappresenta uno scadente sostituto del solido sostegno istituzionale della moneta».

<sup>104</sup> F. PANETTA, *Indagine conoscitiva sulle tematiche relative all'impatto della tecnologia finanziaria sul settore finanziario, creditizio e assicurativo*, Audizione alla Camera dei Deputati, Roma, 29 novembre 2017, p. 3.

<sup>105</sup> C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, Consob, *Quaderni FinTech*, n. 1, marzo 2018, p. VIII.

<sup>106</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *FinTech Action plan*, cit., p. 2.

<sup>107</sup> CH. KOOPMAN, M. MITCHELL, A. THIERER, *The sharing economy: issues facing platforms, participants, and regulators*, Maggio 2016, p. 5 s., in [www.mercatus.org](http://www.mercatus.org)

<sup>108</sup> ESMA, *Response to the Commission Consultation Paper on Fintech: A more competitive and innovative financial sector*, giugno 2017, nn. 34 e 35.

all'entità dell'attività svolta ed ai connessi rischi<sup>109</sup>, sembrerebbe più efficiente disegnare misure di regolazione *ad hoc*, che concilino le esigenze concorrenziali con quelle di protezione dei consumatori<sup>110</sup>.

A ben vedere, quindi, anche per gli operatori *FinTech* si pone un problema applicativo del principio di proporzionalità, in una certa misura simile a quello che può osservarsi tra banche grandi e banche minori.

La spinta più decisa in favore della proporzionalità per talune nuove attività, laddove esercitate da nuovi soggetti, sulla scia di quanto avvenuto in Italia per il *crowdfunding*<sup>111</sup>, rischia però, se non accompagnata da una

---

<sup>109</sup> Cfr. CH. KOOPMAN, M. MITCHELL, E A. THIERER, *The Sharing Economy and Consumer Protection Regulation: The Case for Policy Change*, in *J. Bus. Entrepreneurship & L.*, 2015, 2, p. 544.

<sup>110</sup> In argomento cfr. FEDERAL TRADE COMMISSION, *The "Sharing" Economy. Issues facing Platforms, Participants & Regulators*, Nov. 2016, p. 51 s. e L. AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme digitali?*, in *Atti del Convegno I servizi di pagamento nell'era della digitalizzazione: innovazione tecnologica, esigenze della clientela e regolazione*, Taormina, 15 e 16 febbraio 2018 (in corso di pubblicazione).

<sup>111</sup> In Italia la Consob ha dettato una specifica regolamentazione dell'*equity crowdfunding* nel 2013 (*Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, delibera 18592 del 26 giugno 2013, emanata in attuazione del decreto-legge 18 ottobre 2012 n. 179 convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012 n. 221, che ha introdotto gli artt. 50-quinquies e 100-ter del TUF; il Regolamento è stato successivamente modificato con delibere n. 19520 del 24 febbraio 2016, n. 20204 del 29 novembre 2017 e n. 20264 del 17 gennaio 2018), grazie alla quale sono stati disciplinati i gestori di portali on-line. In particolare, i portali on-line che si occupano di *equity crowdfunding* sono piattaforme vigilate dalla Consob che facilitano la raccolta del capitale di rischio delle start-up innovative. La gestione di portali è riservata a soggetti autorizzati dalla Consob e iscritti in un apposito registro tenuto dalla medesima Autorità, nonché a banche e imprese di investimento (SIM) già autorizzate alla prestazione di servizi di investimento ("gestori di diritto"). Ai gestori dei portali iscritti nel registro della Consob si applica una disciplina più "leggera" (tra l'altro, in ordine ai requisiti patrimoniali per l'iscrizione nel registro dei portali on-line) rispetto a quella dettata per gli intermediari tradizionali presso cui abitualmente i risparmiatori effettuano i propri investimenti. A fronte degli "sconti" sui controlli sono previsti limiti all'operatività dei gestori. In particolare, viene introdotto il divieto di detenere somme di danaro di pertinenza degli investitori, di eseguire direttamente gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sui propri portali (da trasmettere esclusivamente a banche o SIM) e di svolgere in alcun modo consulenza finanziaria nei confronti degli investitori. A livello europeo, constatata l'attuale divergenza tra le scelte regolatorie adottate nei diversi Stati membri, laddove esistenti, la Commissione (*Proposal for a regulation on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*, COM(2018)113 del 8 marzo 2018) si è concentrata sulla necessità di prevedere un regime opzionale uniforme per le piattaforme di *crowdfunding* che intendano offrire i propri servizi nell'ambito del mercato unico. La proposta della Commissione prevede che il gestore autorizzato e vigilato dall'ESMA in conformità ai requisiti che verranno fissati dal regolatore europeo potrà operare nel paese di stabilimento così come negli altri Stati membri, in regime di mutuo riconoscimento. In argomento si veda E. MACCHIAVELLO, *La proposta della Commissione europea di un regolamento in materia di crowdfunding*, in *Diritto*

rivisitazione profonda del modello di regolazione e vigilanza, di creare un ingiusto vantaggio competitivo per gli operatori non tradizionali rispetto alle banche, gravate in linea di principio da oneri regolamentari “strutturali” maggiori<sup>112</sup>.

C'è il rischio, insomma, che la spinta alla personalizzazione delle regole a fronte di attività analoghe per oggetto, ma dissimili per tecnologia applicata e per caratteristiche dell'impresa, finisca per produrre un numero eccessivo di “statuti” speciali, nazionali ed europei (si pensi, ancora, all'approccio della Commissione sul *crowdfunding*), dei quali possano avvalersi solo i nuovi operatori. Ciò accrescerebbe le difficoltà degli intermediari finanziari nell'adottare, sviluppare ed innestare le nuove tecnologie nei business tradizionali<sup>113</sup>, con impatti negativi sulla competitività e sui profitti<sup>114</sup>.

Una possibile soluzione al dilemma potrebbe essere individuata nella sottoposizione degli operatori *FinTech* ad un modello di regolazione comune per tutti gli operatori finanziari, che consenta un'equilibrata applicazione del principio di proporzionalità, sia nella fase di regolazione che in quella di supervisione.

Per rispondere a tale esigenza, il modello dovrebbe essere costruito attorno al concetto di “rischio”, nelle sue varie accezioni: di credito, di mercato, operativo, di *compliance*, di *misconduct*, reputazionale, sistemico.

Rinviando ad altra sede per la trattazione in dettaglio del suddetto modello di regolazione, che definiremo “a matrice”, basti qui dire che esso è articolato su tre dimensioni - tipo di attività esercitata; prodotto; dimensione, nell'accezione di entità di attivo a rischio - che operano secondo una logica trasversale e condizionano l'attivazione dei vari

---

Bancario, 12.3.2018 e U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.* (in corso di pubblicazione).

<sup>112</sup> Per questo motivo alcune banche hanno “esternalizzato” le attività tecnologicamente più innovative, con spin-off o partecipando a imprese start-up non finanziarie. Tale fenomeno è stato anche messo in luce dalla Financial Conduct Authority (cfr. FCA, *Regulatory sandbox lessons learned report*, October 2017, p. 9 ss.), laddove è stato osservato che la maggior parte dei casi di partecipazione ai *regulatory sandbox* ha visto l'applicazione delle nuove tecnologie a prodotti tradizionali, al fine di ridurre i costi operativi, piuttosto che la creazione di nuovi prodotti in senso proprio.

<sup>113</sup> Cfr. EBA, *EBA Report on the Prudential Risks and Opportunities arising for Institutions from Fintech*, 3 luglio 2018.

<sup>114</sup> Cfr. EBA, *EBA Report on the Impact of Fintech on Incumbent Credit Institutions' Business Models*, 3 luglio 2018, p. 35 ss.

strumenti di controllo. In breve, sono previsti “requisiti di base” (strutturali, prudenziali, di comportamento, di trasparenza) per l’accesso di qualunque operatore, *FinTech* o meno, al mercato finanziario, sulla base dell’attività esercitata, e requisiti aggiuntivi che sono richiesti ai soggetti autorizzati sulla base della complessità dei prodotti emessi o dei servizi prestati e/o della dimensione degli attivi a rischio<sup>115</sup>.

Venendo al settore *FinTech*, i “requisiti di base” previsti dalla regolazione “per attività” andrebbero ad affiancare, se non a sostituire, *sand box*, *innovation hub* e *incubator*, rivelatisi fin qui difficili da gestire<sup>116</sup>, consentendo di porre su di un piano di equità concorrenziale soggetti *new comers* (es. *FinTech*) e *incumbents* (es. intermediari locali) ed evitando che i primi operino in un contesto deregolamentato, con ingiusti vantaggi competitivi rispetto agli operatori tradizionali, gravati a loro volta da costi regolamentari non adeguati all’effettiva dimensione e complessità della propria attività.

Per gli operatori *FinTech*, evidentemente, dovrebbe essere presa in considerazione una particolare accezione della complessità “per prodotto”, rappresentata dalla tecnologia utilizzata (si pensi, per fare un esempio, all’utilizzo degli algoritmi nell’attività di *trading* o nella valutazione del merito creditizio o dell’adeguatezza di una raccomandazione all’investimento). In particolare, l’utilizzo di tecnologie comportanti rischi elevati sul piano sistemico o in termini di protezione dei clienti dovrebbe comportare una vigilanza più stringente e requisiti aggiuntivi, per esempio sul piano patrimoniale, organizzativo e di regole di condotta.

---

<sup>115</sup> Per ulteriori dettagli e considerazioni sul modello di regolazione “a matrice”, si consenta il rinvio a G.L. GRECO, *One size fits all: il cannone e la mosca*, intervento al 4° Convegno associativo ADDE, *I luoghi dell’economia. Le dimensioni della sovranità*, Università Ca’ Foscari, Venezia, 29 e 30 novembre 2018 (in corso di pubblicazione).

<sup>116</sup> Sulle criticità di tali iniziative v. da ultimo, EBA, ESMA, EIOPA, *Report. FinTech: Regulatory sandboxes and innovation hubs*, Report JC 2018 74, 7 January 2019, p. 34 ss.