



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II  
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

# **INNOVAZIONE E DIRITTO**

RIVISTA DI

DIRITTO TRIBUTARIO E DELL'ECONOMIA

**3**

2019

## Il conferimento in criptovaluta

di Daniele Masi

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. I fatti di causa sostrato dei provvedimenti *de quibus* – 3. Il problema della qualificazione giuridica delle criptovalute – 3.1. *Considerazioni sparse intorno alle criptovalute e, in particolare, in ordine ai bitcoin: i meccanismi di funzionamento* – 3.2. *La natura giuridica sui generis delle valute virtuali* – 4. La criptovaluta: conferimento in denaro o in natura?

### 1. Introduzione

Il presente lavoro intende rispondere all'interrogativo intorno alla idoneità, o meno, delle criptovalute a costituire oggetto di conferimento imputabile al capitale sociale di una società a responsabilità limitata, sorto a seguito dei decreti nn. 7556/2018 e 26/2018 pronunciati rispettivamente dal Tribunale e dalla Corte d'Appello di Brescia.

Assurge a necessaria premessa dell'indagine *de quo*, imperniata sulla dieresi tra conferimento in denaro e conferimento in natura, una rapida ricognizione degli sforzi definitivi del concetto di moneta. Di fronte all'inerzia del legislatore nazionale<sup>1</sup> ed europeo,<sup>2</sup> la presente *querelle* viene assopita prestando adesione all'orientamento predominante<sup>3</sup> che fornisce una definizione di moneta di tipo

<sup>1</sup> Cfr. T. ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, Art. 1277-1384, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1963 (rist.), pp. 16 e ss.; B. INZITARI, *Delle obbligazioni pecuniarie*, Art. 1277-1384, in *Commentario Scialoja-Branca-Galgano*, Bologna-Roma, 2011, pp. 328 e ss..

<sup>2</sup> Cfr. V. DE STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, monete complementari e regole di adempimento*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, n.6/2018, p. 747, il quale osserva che nelle direttive sui servizi di pagamento l'oggetto della disciplina armonizzata è il trasferimento di "fondi", di cui manca una definizione legale nel corpo del testo normativo, che si limita a un elenco: "banconote e monete, moneta scritturale o moneta elettronica, quale definita all'art. 2 punto 2) della direttiva 2009/110/CE" (art. 4, n.25, della Direttiva 2015/2366/UE).

<sup>3</sup> *Ibid.*; altra veduta rispetto all'orientamento predominante è costituita dalla c.d. concezione statalista (cfr. sul punto anche G.F. KNAPP, *Staatliche Theorie des Geldes*, 4. Auflage, München, 1923, pp. 446-454) secondo la quale deve intendersi per moneta, in senso legale, il "... mezzo di pagamento che lo Stato reputa idoneo a estinguere l'obbligazione tributaria". Alla predetta visione si affiancano le c.d. teorie comunitarie, nelle quali il paradigma funzionale di accettazione della moneta non è fondato sull'autorità del sovrano, quanto piuttosto sull'esistenza di una comunità in cui "... ciò che viene utilizzato come moneta è da tutti riconosciuto come tale" (cfr. N. MARZONA, *Funzione monetaria*, Padova, 1993, pp. 106 e ss.). Assumendo come premessa fondamentale la teoria che identifica lo Stato come l'aggregazione di sovranità, popolo e territorio, emerge con chiarezza che l'adesione all'una o all'altra ideologia prospettata dipende dall'ordine con il quale si classificano i tre elementi costitutivi che realizzano lo Stato: *id est*, le teorie comunitarie invertono, rispetto a quelle stataliste, l'ordine di decisività dei predetti elementi

funzionale: *"Money is what money does"*.<sup>4</sup> Le funzioni inverte dalla moneta e rinvenute nella classificazione, rimasta insuperata, risalente all'Etica Nicomachea di Aristotele<sup>5</sup> (e ripresa da San Tommaso d'Aquino) sono quelle di: a) unità di conto; b) riserva di valore; c) strumento di pagamento (o di scambio). Quest'ultima funzione realizza il *trait d'union* fra le teorie comunitarie e la teoria funzionale della moneta consentendo di deviare l'asse del discorso intorno alla valuta virtuale eponima, *id est* il *bitcoin*.

L'innegabile crescita esponenziale delle transazioni realizzate avvalendosi del *bitcoin* come strumento di pagamento si scontra con l'*impasse* della c.d. esternalità (o economia) di rete.<sup>6</sup> L'economia di rete,<sup>7</sup> nel caso di specie, descrive

---

che danno fondamento al riconoscimento dell'effettività di una moneta. L'adesione alle teorie comunitarie – e, quindi, la perdita di credibilità del sovrano – comporta, da un lato, che in un determinato territorio dal popolo venga accettata come moneta quella emessa dall'autorità del sovrano di un altro territorio economicamente più potente (per l'analisi di questo fenomeno rispetto alla circolazione del dollaro al di fuori del territorio degli Stati Uniti d'America, cfr. R. JUDSON, *The Death of Cash? Not So Fast: Demand for U.S. Currency at Home and Abroad, 1990-2016*, 2017, reperibile in [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de), 1-42) e, dall'altro, il determinarsi di fenomeni di doppia circolazione, secondo la ben nota legge di Gresham, per cui la moneta di maggior valore è oggetto di tesaurizzazione potendo, altresì, sorgere anche fenomeni spontanei di utilizzo come strumenti di pagamento di surrogati della moneta legale (in mancanza di un'adeguata circolazione della stessa). Nella prospettiva *de quo*, che integra la fattispecie della c.d. moneta complementare, l'autonomia privata si esprime attraverso la stipula di un contratto-quadro normativo in cui la regolazione dei rapporti debito-credito si fonda, da un lato, su un'unità di conto comune – diversa dalla moneta avente corso legale – e, dall'altro, sull'intermediazione di un operatore, emittente della moneta, che funge da stanza di compensazione centrale. Il sistema, in particolare, fornisce "credito" ad operatori che vengono selezionati per partecipare al sistema stesso prescindendo da una generale spendibilità delle unità di conto tra il pubblico. Ciò che, invece, contraddistingue le valute virtuali, rispetto alla prospettiva in parola, è, da un lato, l'apertura del sistema e, dall'altro, l'espressione delle stesse in un'unità di conto propria soggetta a libera fluttuazione e convertibilità in altre valute.

<sup>4</sup> Cfr. S. SIMITIS, *Bemerkungen zur rechtlichen Sonderstellung des Geldes*, in *Archiv für die civilistische Praxis* (AcP), 1960, pp. 406 e ss.; C. PROCTOR, *Mann on the Legal Aspect of Money*, 7<sup>th</sup> ed., Oxford, 2012, pp. 5 e ss..

<sup>5</sup> Cfr. anche S. OMLOR, *Geld und Wahrung als Digitalisate*, in *Juristenzeitung* (JZ), 2017, pp. 754-763; O. CHESSA, *La costituzione della moneta: concorrenza, indipendenza della banca centrale, pareggio di bilancio*, Napoli, 2016, pp. 395 e ss.; M.D. BORDO - A.T. LEVIN, *Central Bank Digital Currency and the Future of Monetary Policy*, in *Economics Working Paper* 17104, 2017, reperibile in [www.hoover.org](http://www.hoover.org), pp. 1-31.

<sup>6</sup> Cfr. G. GOWRISANKARAN - J. STAVINS, *Network externalities and technology adoption: lessons from electronic payments*, Working Papers 99-5, Federal Reserve Bank of Boston, 1999.

<sup>7</sup> Che secondo alcuni integra la causa unica che inibisce l'affermazione del *bitcoin* come "...valuta standard globale" cfr. G. LEMME e S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in *Rivista di Diritto Bancario*, n.11/2016, reperibile in <http://www.dirittobancario.it>.

lo stato di interdipendenza di utilità che lega gli agenti del mercato impedendo il riconoscimento pieno al *bitcoin* della qualifica di strumento di scambio.<sup>8</sup>

Deve rilevarsi, *ab initio*, che l'esternalità di rete rappresenta solo una – e neanche la predominante – delle ragioni sottese al misconoscimento della predetta qualifica e, *de relato*, (della qualifica) di moneta al *bitcoin*.

Ciò detto, l'approccio con il quale i decreti *de quibus* irrompono sullo scenario testé prospettato ne impone un'analisi più accurata.

## 2. I fatti di causa sostrato dei provvedimenti *de quibus*

La Corte d'Appello di Brescia con decreto n.26/2018, del 30 ottobre 2018, conferma il provvedimento pronunciato dal Giudice di prime cure, addì 18 luglio 2018, attenevole al conferimento in criptovalute. Particolarmente, il Tribunale di Brescia, con decreto n.7556/2018, rigettava il ricorso proposto ex art. 2436, comma 3, c.c. da una società a responsabilità limitata contro il rifiuto del notaio di provvedere all'iscrizione nel Registro delle Imprese di una delibera assembleare di aumento di capitale sociale con conferimento in criptovaluta. Il rifiuto del notaio rogante s'imperviava sulla considerazione che *"le criptovalute [in generale], stante la loro volatilità, non consentono una valutazione concreta del quantum destinato alla liberazione dell'aumento di capitale sottoscritto, né di valutare l'effettività (quomodo) del conferimento"*.

Ciò facendo il pubblico ufficiale sussumeva il conferimento in criptovalute nella categoria (giuridica) del conferimento in natura, incentrando il proprio rifiuto sull'inidoneità congenita delle criptovalute medesime a costituire "contropartita" per la sottoscrizione di capitale sociale. Alla medesima conclusione perveniva, in realtà, anche il Tribunale di Brescia; infatti, laddove il Giudice rivendichi la facoltà di sindacare la completezza e la fondatezza delle conclusioni trasposte nella perizia redatta ex art. 2465, comma 1, c.c., ed alla luce di tale valutazione

---

<sup>8</sup> A. BERENTSTEN, *Monetary Policy Implications of Digital Money*, in KYKLOS 89, 1998, pp. 89-117; A. PLASSARAS, *Regulating Digital Currencies: Bringing Bitcoin within the Reach of the IMF*, in *Chicago Journal of International Law* 14 (1), 2003, pp. 377-407.

ammetta (la possibilità) di vagliare la legittimità della delibera *de qua*, riconduce implicitamente il discorso sul piano dei conferimenti in natura, nonostante avesse dichiarato, a monte, la propria esautorazione dall'indagine nel merito della natura del conferimento in questione.<sup>9</sup> Quando il Tribunale, inoltre, precisa incidentalmente che *“non è in discussione [nel procedimento in questione] l'idoneità della categoria di beni rappresentata dalle c.d. 'criptovalute' a costituire elemento di attivo idoneo al conferimento nel capitale di una S.r.L.”*, bensì se il bene conferito in concreto soddisfi, nel caso di specie, il requisito di cui all'art. 2464, comma 2, c.c. (*id est*, l'idoneità del bene conferito ad essere suscettibile di valutazione economica), disvela, nuovamente, l'apparente contraddittorietà sottesa alla propria statuizione.

*De facto*, tuttavia, il Tribunale di Brescia, affermando la legittimità del rifiuto opposto dal Notaio all'iscrizione della delibera nel Registro delle Imprese, riconosce implicitamente l'inidoneità della criptovaluta ad integrare un conferimento in grado di liberare il capitale sociale sottoscritto.

Nel fare ciò, il Collegio – interrogandosi in ordine alla problematica concernente la volatilità delle criptovalute *de quibus e, de relato*, circa la possibilità o meno di attribuire *ab origine* a tali beni un *“valore economico attendibile”* – specifica la natura del bene idoneo a costituire oggetto di conferimento, e segnatamente il cumulo (nello stesso) delle seguenti caratteristiche: 1) l'idoneità ad essere oggetto di valutazione; 2) l'esistenza di un mercato del bene e 3) *“l'idoneità del bene ad essere 'bersaglio' dell'aggressione da parte dei creditori sociali”*, che si traduce nella sua idoneità ad essere oggetto di forme di esecuzione forzata.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Cfr. il disposto del decreto n.7556/2018, laddove esclude che *“... il giudice possa sostituire integralmente la propria valutazione di merito a quella dell'esperto, ma dovendosi peraltro ammettere la facoltà per il giudice di sindacare la completezza, logicità, coerenza e ragionevolezza delle conclusioni raggiunte dall'esperto. Nel caso di specie, pur tenuto conto della novità della questione, la perizia di stima prodotta non presenta un livello di completezza e affidabilità sufficiente per consentire un esauriente vaglio di legittimità della delibera in esame”*.

<sup>10</sup> Tale requisito non integra, sottolinea il Collegio, il misconoscimento della dottrina che inquadra la funzione di garanzia del capitale sociale in senso giuridico-contabile piuttosto che in senso

Il Tribunale conclude per la non assimilabilità della criptovaluta oggetto di conferimento nel caso di specie (*recte*, in generale) ad un bene suscettibile, in concreto, di valutazione economica attendibile e, pertanto, idoneo ex art. 2465, comma 2, c.c., ad integrare la fattispecie del conferimento in natura in virtù della lapalissiana carenza dei requisiti summenzionati.

Avverso il decreto pronunciato dal Tribunale ha proposto reclamo la società, sottoponendo a specifica censura le argomentazioni esposte dal Giudice di prime cure e ribadendo la tesi, già in prima fase sostenuta, circa l'effettività del valore della criptovaluta conferita, nell'importo indicato nella relazione giurata di stima.

La Corte di Appello di Brescia, con il decreto in esame, rigetta il ricorso promosso dalla società, confermando l'inidoneità delle criptovalute a rappresentare oggetto di conferimento in società.

Secondo il Collegio, innanzitutto, non è condivisibile l'assimilazione delle valute virtuali a beni in natura, implicita nell'applicazione della procedura di cui agli artt. 2464 e 2465 c.c. per la determinazione del valore del conferimento, avallata dal Tribunale.

La Corte rileva, infatti, che *“la criptovaluta deve essere assimilata, sul piano funzionale, al denaro, anche se, strutturalmente, presenta caratteristiche proprie dei beni mobili (...). Essa serve, infatti, come l'euro, per fare acquisti, sia pure non*

---

materiale – cfr., *ex plurimis*, M. KROGH, *L'aumento di capitale nelle S.r.L. con conferimento di criptovalute*, in *Notariato*, 6/2018, pp. 674 e ss.; *contra* V. CRISTINI e G. AMATO, *L'idoneità delle criptovalute a costituire oggetto di conferimento in società: i primi approcci della giurisprudenza tra timide aperture e cauta diffidenza*, in *www.ilcaso.it*, 2018, reperibile in <http://www.ilcaso.it/> – ma si giustifica nel recupero della dimensione materiale del bene sotto il profilo della quantificazione del valore economico. Cfr., altresì, per una più articolata disamina intorno ai conferimenti in società di capitali G. FERRI, *Manuale di Diritto Commerciale*, Torino, XV ed., (rist.) 2018, pp. 269-271; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, a cura di M. CAMPOBASSO, IX ed., Torino, 2015, pp. 183-189 e pp. 558-562. Per un migliore approfondimento intorno alla funzione del capitale sociale in generale cfr., *ex multis*, E. SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959, pp. 33 e ss.; nonché, per una diversa visuale, F. DI SABATO, *Capitale e responsabilità interna nelle società di persone*, Napoli, 1967, pp. 86 e ss.; G.B. PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, pp. 33 e ss.; *id.*, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, *Trattato delle società per azioni*, vol. I, t. 3, pp. 15 e ss..

*universalmente ma in un mercato limitato, ed in tale ambito opera quale marcatore (cioè quale contropartita), in termini di valore di scambio, dei beni, servizi, o altre utilità ivi oggetto di contrattazione”.*

Il Giudice, nell’equiparare il denaro alla criptovaluta, esclude a tutti gli effetti che il valore economico di quest’ultima possa determinarsi con la procedura di cui al combinato disposto degli artt. 2464 e 2465 c.c., riservata a beni, servizi ed altre utilità, *“non essendo possibile (...) attribuire valore di scambio ad un’entità essa stessa costituente elemento di scambio (contropartita) nella negoziazione”.*

La Corte, rilevata, d’altro canto, l’assenza di un sistema di cambio affidabile per la criptovaluta, sottoscrive la valutazione sopra ricordata del notaio rogante e, diversamente dal Giudice di prime cure, non attribuisce rilievo alcuno alla natura ed alle caratteristiche della criptovaluta in relazione alla quale è sorto il giudizio *de quo*, negando in radice l’idoneità delle criptovalute in genere a costituire oggetto di qualsiasi tipologia di conferimento.<sup>11</sup>

### **3. Il problema della qualificazione giuridica delle criptovalute**

#### *3.1. Considerazioni sparse intorno alle criptovalute e, in particolare, in ordine ai bitcoin: i meccanismi di funzionamento*

Per un più compiuto inquadramento della tematica sottesa ai provvedimenti in esame, è opportuno premettere una breve analisi della diffusione e delle proposte di qualificazione giuridica delle criptovalute, in generale, e dei *bitcoin*, in particolare.

Allo stato risulta difficile, se non impossibile, fornire una stima precisa del numero di criptovalute in circolazione; basti pensare che, mentre un *report* della

---

<sup>11</sup> Cfr. F. MURINO, *Il conferimento di token e di criptovalute nelle S.r.L.*, in *Società (Le)*, 2019, n.1, pp. 29 e ss.: l’Autore rileva che la particolare criptovaluta oggetto delle pronunce *de quibus*, *id est* la criptovaluta “OneCoin”, era stata, precedentemente, già destinataria di un accertamento da parte dell’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato; l’AGCM, invero, sanzionò, con provvedimento del 25 luglio 2017, la medesima riscontrandovi una pratica commerciale scorretta ex artt. 20, 21, comma 1, lett. b) e c) e 23, comma 1, lett. p), del Codice del Consumo, qualificando lo schema sotteso all’emissione di OneCoin come sistema di vendita piramidale.

Banca centrale europea (BCE),<sup>12</sup> risalente al febbraio 2015, riteneva che le criptovalute in circolazione fossero all'incirca cinquecento, al dicembre 2018, invece, le criptovalute quotate su *Coimarket* superavano il migliaio.<sup>13</sup>

Tra tutte le criptovalute, quella maggiormente nota e diffusa tra i diversi operatori è, sicuramente, il *bitcoin*.<sup>14</sup>

La stesura del presente alinea – proteso all'esame dei meccanismi posti a fondamento delle criptovalute (e, in particolare, dei *bitcoin*) – risente della dissertazione triadica delle seguenti macro-tematiche: a) la *blockchain*, b) le criptovalute (in generale) e c) le *Initial Coin Offerings (ICOs)*.

#### a) *La blockchain*

Le criticità legate alla gestione e alla circolazione delle criptovalute<sup>15</sup> trovano

<sup>12</sup> BCE, "Virtual Currency Schemes – A Further Analysis", February 2015.

<sup>13</sup> F. VERGARI, *Noi e le criptovalute: un popolo di sognatori, minatori e investitori*, in PC Professionale 333/2018, reperibile in [www.pcprofessionale.it](http://www.pcprofessionale.it).

<sup>14</sup> Premesso che alcuni riferiscono la parola *Bitcoin* (scritta con la lettera maiuscola) alla tecnologia ed al *network* sottostante alla valuta virtuale vera e propria (designata, al contrario, con la lettera minuscola "*bitcoin*") – cfr. P. IEMMA e N. CUPPINI, *La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute diffidenze* in *Rivista di Diritto Bancario*, Marzo 2018, reperibile in <http://www.dirittobancario.it> – e che altri, invece – cfr. F. VERGARI, *Noi e le criptovalute, cit.* – identificano con il termine *bitcoin* (scritto con la lettera minuscola) la totalità delle criptovalute e con il termine *Bitcoin* (scritto con la lettera maiuscola) la valuta in questione (che, in via indiretta, qualifica l'intero sistema), chi scrive chiarisce, *ab initio*, che in questa sede non si intende né fornire una panoramica completa delle prospettazioni offerte dalla dottrina riguardo la nomenclatura pertinente ad identificare la criptovaluta *de qua* né, tanto meno, discernere la tesi predominante da quella minoritaria aderendo all'una o all'altra prospettiva summenzionata. Invero, la scelta, adottata nel presente lavoro, di identificare la valuta virtuale in parola con il termine *bitcoin* (scritto con la lettera minuscola), il protocollo (*id est*, l'insieme di regole) che disciplina il sistema informatico che ne permette l'emissione e lo scambio con il termine *Bitcoin* (scritto con la lettera maiuscola), nonché la tecnologia sottesa alla criptovaluta *de qua* con il termine *blockchain*, è avulsa da qualsiasi presa di posizione – all'interno della predetta diatriba – ed è giustificata dal mero intento semplificatorio.

<sup>15</sup> Cfr. M. KROGH, *L'aumento di capitale nelle S.r.L. con conferimento di criptovalute, cit.*, pp. 669-671, secondo cui le criticità legate alla circolazione delle criptovalute pongono una serie di interrogativi da risolvere attraverso la creazione di processi informatici che diano risposte adeguate. Ci si chiede, in particolare, in che modo sia possibile: dare la certezza che chi intende spendere la valuta virtuale abbia la provvista nel proprio portafoglio, in una transazione tra soggetti che non si conoscono ed in assenza di un intermediario garante; garantire che chi ha speso una determinata provvista in valuta virtuale non la spenda di nuovo moltiplicando le transazioni; stabilire la priorità delle transazioni in caso di moltiplicazione delle transazioni stesse e, quindi, dare certezza che una determinata transazione sia avvenuta in un determinato momento; dare certezza che una determinata transazione dopo il suo perfezionamento non sia



soluzione nella tecnologia informatica (*αρχή* di quest'ultime) che va sotto il nome di *blockchain*.<sup>16</sup> La *blockchain* può definirsi contestualmente un "network", nel quale operano più utenti legati tra loro orizzontalmente e senza vincoli gerarchici (sistema *peer-to-peer*), uno strumento per la generazione e la circolazione di valute virtuali (ma anche di altri dati) ed un "database", dove vengono raccolti e registrati i dati e le informazioni relative alle transazioni (o ad altre operazioni).

Il presidio dei dati registrati è realizzato attraverso la condivisione degli stessi da parte degli utenti della rete; i dati della transazione vengono inseriti in blocchi di dati chiusi collegati l'uno all'altro in guisa da creare una catena, di fatto, immutabile nel tempo e nello spazio (da qui il termine "*blockchain*") proprio perché condivisa da tutti gli utenti della rete. L'immodificabilità della transazione

---

più modificabile dalle parti contraenti; conservare traccia nel tempo di tutte le transazioni avvenute; evitare che venga emessa valuta virtuale "falsa", intendendosi per "falsa" l'emissione di valuta al di fuori dei protocolli e delle regole previste per la sua emissione.

<sup>16</sup> *Ibid.*, La *blockchain* realizza (secondo la definizione tratta dalla bozza delle misure MISE sulla decertificazione, relativamente alle tecnologie basate sui registri distribuiti) un registro informatico condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili. La *blockchain* nasce come soluzione alle problematiche afferenti alla gestione ed alla circolazione delle valute virtuali; tuttavia, la medesima si presta agli utilizzi più disparati quale registro affidabile e disintermediato che consente la condivisione sicura di dati ed informazioni. Nata come piattaforma per le transazioni finanziarie delle valute virtuali ha trovato, infatti, rilevanti sviluppi e applicazioni in molteplici settori economici e sociali. Da segnalare, *ex multis*, l'utilizzo della *blockchain* nel notariato: dal sito del Notariato all'indirizzo [http://www.notariato.it/sites/default/files/cs\\_notarchain\\_13102017.pdf](http://www.notariato.it/sites/default/files/cs_notarchain_13102017.pdf), con riferimento al Congresso Nazionale del Notariato svoltosi a Palermo il 12/13/14 ottobre 2017 si legge: "*Il Notariato ha presentato oggi un progetto in partnership con IBM per realizzare "Notarchain", ovvero una blockchain nella quale le informazioni non siano gestite da soggetti anonimi, ma dai notai italiani che per legge sono presenti su tutto il territorio nazionale: una piattaforma che manterrebbe intatte le potenzialità connesse alla velocità, all'assenza di costi per il cittadino fruitore, alla diffusione su scale mondiale, ovviando alle criticità potenziali di un modello di registro decentrato e privo di controlli sulla veridicità dei dati inseriti. Con la "Notarchain" infatti il Notariato propone il primo modello di blockchain sicura in Europa nella quale viene fornita non solo la certezza della immodificabilità dei dati inseriti, ma anche un controllo preventivo sull'identità dei soggetti coinvolti, sulla correttezza e completezza dei dati stessi inseriti nella catena (...). La stessa tecnologia di blockchain è alla base del secondo progetto presentato (...) con S.I.A.E. nella gestione del deposito e archiviazione dei codici sorgente. Sarà possibile, dunque, depositare presso un qualsiasi notaio italiano il codice sorgente di un nuovo programma ottenendo in tempo reale l'inserimento di tale file in un registro condiviso con S.I.A.E. che ne permette l'immediata attribuzione di una marca temporale e quindi la certezza che nessuno possa in futuro contestarne la paternità*".

e la sua collocazione certa nel tempo sono, *de facto*, ritenute garanzia di certezza per gli utenti della piattaforma *de qua*.<sup>17</sup>

Gli elementi costitutivi che realizzano la *blockchain*<sup>18</sup> sono, dunque, cinque: il Nodo, la Transazione, il Blocco, il *Ledger*, l'*Hash*. Il Nodo, indica i partecipanti alla *blockchain*, costituiti fisicamente dai server di ciascun partecipante; la Transazione è costituita dai dati che rappresentano i valori oggetto di "scambio"; il Blocco è rappresentato dal raggruppamento di un insieme di transazioni che sono unite per essere verificate, approvate e poi archiviate dagli utenti della piattaforma; il *Ledger* è il registro pubblico nel quale vengono annotate, definitivamente e con la massima trasparenza, tutte le transazioni effettuate in maniera ordinata e sequenziale, costituito dall'insieme dei blocchi che sono tra loro incatenati tramite una funzione di crittografia e grazie all'uso di *hash*; l'*Hash*, infine, è un'operazione – non invertibile – che consente di mappare una stringa di testo e/o numerica di lunghezza variabile in una stringa unica ed univoca di lunghezza determinata. L'*Hash* identifica in modo univoco e sicuro ciascun

<sup>17</sup> F.M. DE COLLIBUS e R. MAURO, *Hacking Finance. La rivoluzione del bitcoin e della blockchain*, Milano, 2016, p. 42, La *blockchain* si è sviluppata grazie ad un progetto la cui paternità è ricondotta a Satoshi Nakamoto – un nome di fantasia che potrebbe identificare un soggetto anonimo o un gruppo di soggetti – che ha sviluppato un'idea già radicata, in precedenza, nel movimento di pensiero e nelle aspirazioni di quella comunità denominata "Cypherpunks" facente capo a Timothy C. May che nel lontano 22 novembre 1992 pubblicava quello che è considerato il manifesto della c.d. Criptoanarchia (o Cifroanarchia) – reperibile in <https://cryptoanarchy.wiki> – in cui si affermava che: "La tecnologia informatica è vicina a poter fornire a tutti i gruppi e gli individui gli strumenti per comunicare e interagire in maniera completamente anonima. Due persone potranno scambiarsi messaggi, fare affari e negoziare contratti in maniera completamente anonima senza la necessità di conoscere il Nome Vero o l'identità legale, l'uno dell'altro. (...) Queste innovazioni sconvolgeranno completamente la natura del governo e la sua possibilità di tassare, controllare le interazioni economiche e di tenere le informazioni segrete, fino addirittura a rivoluzionare la natura stessa di concetti sociali di base come "fiducia" e "reputazione". (...) Lo Stato cercherà ovviamente di fermare o rallentare lo sviluppo di questa tecnologia, citando problemi di sicurezza nazionale o l'utilizzo di questa tecnologia da parte di narcotrafficienti ed evasori fiscali. Molte di queste preoccupazioni saranno fondate: la criptoanarchia consentirà il libero commercio dei segreti di stato e permetterà anche il commercio di materiali illeciti o addirittura rubati. Un mercato anonimo computerizzato renderà possibile un riprovevole commercio di assassini ed estorsioni. Criminali e altri elementi estranei ai nostri valori diventeranno utenti attivi di CryptoNet. Ma questo non fermerà il diffondersi della criptoanarchia. (...) La criptoanarchia creerà un mercato liquido per ogni tipo di merce possibile" (traduzione reperibile in M. KROGH, *L'aumento di capitale nelle S.r.L.*, cit., p. 671).

<sup>18</sup> Cfr. <http://www.blockchain4innovation.it>.

blocco. Un *hash* non deve permettere di risalire al testo che lo ha generato.<sup>19</sup>

La fiducia riposta (dagli utenti) nella *blockchain* è alimentata dalla certezza che il sistema informatico attribuisce al dato temporale in cui avviene la transazione (il c.d. *timestamp* o marca temporale) ed alla validazione della transazione ad opera della stessa comunità (*recte*, in virtù del consenso distribuito della maggioranza – semplice – dei computer del *network*).<sup>20</sup>

Il carattere imperituro della transazione realizzata sulla *blockchain* è assicurato dalla marca temporale pubblicamente consultabile da qualunque utente e dalla condivisione della transazione all'interno della rete da parte di tutti gli utenti (*recte*, nodi); ogni server registrerà la transazione, con la conseguenza che la modifica della transazione richiederebbe il coinvolgimento di tutti gli utenti del *network* (o, quanto meno, della maggioranza semplice degli stessi). La trasparenza del “*database*” e la massima pubblicità orizzontale e decentrata delle transazioni costituiscono il fondamento e la caratteristica della *blockchain*.

Il *vulnus* nella piattaforma *trapeza*, tuttavia, laddove si consideri l'assenza – nel *database* condiviso dai server della rete – di alcuni elementi essenziali della transazione, e cioè: a) l'identità dei soggetti tra cui intercorre la stessa transazione; b) la conoscenza della genesi della provvista utilizzata; c) la conoscenza dell'effettiva disponibilità della provvista di chi, in concreto, l'ha utilizzata.<sup>21</sup>

Più nello specifico, le transazioni in *bitcoin* risultano – allo stato – compatibili esclusivamente con la contrattualistica “semplice”<sup>22</sup> protesa a scambi

---

<sup>19</sup> Per una più approfondita disamina degli elementi costitutivi della *blockchain* cfr. F. SARZANA, di S. IPPOLITO e M. NICOTRA, *Diritto della blockchain, intelligenza artificiale e IoT*, Milano, 2018, p. 18.

<sup>20</sup> Il blocco genesi della *blockchain*, creato dal suo fondatore Satoshi Nakamoto, è datato 3 gennaio 2009 (“*The Times*”, 3/Jan/2009: “*Chancellor on brink of second bailout for banks*”) ed è il primo tassello che ha dato impulso alla circolazione dei *bitcoin*, come moneta virtuale la cui prima versione 0.1.0 risale al dicembre 2010.

<sup>21</sup> M. KROGH, *L'aumento di capitale nelle S.r.l.*, cit., p. 672, che rileva come il sistema, invero, risulta corroso ulteriormente dall'assenza di un soggetto terzo che controlli e, di conseguenza, garantisca la liceità tanto della provenienza quanto dell'impiego del denaro (impresso nel circuito legale).

<sup>22</sup> *Ibid.*, la quale non richiede trattative complesse, riequilibrio informativo tra le parti contraenti,

commerciali di tipo seriale ed omologato.

La tecnologia *blockchain* realizza, pertanto, “un modello di transazione con elevati livelli di sicurezza per interazioni tra parti che non godono fiducia pregressa, superando quindi la necessità di intermediari”.<sup>23</sup> Nonostante lo scetticismo che circonda la *blockchain* (legato, inevitabilmente, alle summenzionate criticità), appare possibile ritenere che sarà più verosimile rinvenire nel prossimo futuro la predetta piattaforma di scambio (o suoi derivati) piuttosto che le criptovalute che circolano attraverso la stessa.

#### b) Le criptovalute (in generale)

Il *bitcoin*, come già affermato in precedenza, è sicuramente la criptovaluta maggiormente nota e diffusa tra i diversi operatori.<sup>24</sup>

Ciò che realizza il *trait d'union* tra il *bitcoin* e le altre valute virtuali è la condivisione delle seguenti caratteristiche: la creazione della criptovaluta da parte di soggetti privati in via diffusa, attraverso la c.d. attività di *mining*;<sup>25</sup> la

---

controlli volti ad impedire comportamenti vessatori da parte di un contraente, ovvero attività di adeguamento del contenuto del contratto a specifici interessi perseguiti dalle parti ovvero adeguamenti del contenuto della transazione a norme imperative ed inderogabili. Per una più approfondita disamina delle caratteristiche e limitazioni della *blockchain* cfr. anche P. DE FILIPPI, A. WRIGHT, *Blockchain and law. The Rule of Code*, Cambridge, 2018, p. 34.

<sup>23</sup> M. SWAN, *Blockchain. Blueprint for a New Economy*, O' Reilly, Sebastopol, 2015.

<sup>24</sup> Cfr. G. RINALDI, *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptomonete*, in *Contratto e Impresa*, 2019, n.1, pp. 271 e ss.: l'Autore riconduce la categoria delle *virtual currencies* e quella delle criptomonete ad un rapporto di genere a specie. La prospettiva *de qua* si rinviene già in BCE, *Virtual currency schemes - a further analysis*, cit., pp. 5 e ss., laddove la Banca centrale europea suggerisce una classificazione che discrimina le diverse valute virtuali sulla base delle loro modalità di interazione con la moneta e l'economia tradizionale, suddividendole in tre gruppi: All'interno della prima tipologia (*type 1, closed virtual currency schemes*) sono riconducibili le valute spendibili esclusivamente all'interno di un contesto virtuale. Il secondo gruppo (*type 2, virtual currency schemes with unidirectional flow*) è costituito dalle monete che possono essere acquistate con valuta legale, secondo un tasso di cambio prefissato. Lo schema è definito unidirezionale in quanto non è possibile compiere l'operazione inversa di convertire la moneta virtuale in valuta reale. Diversamente, la terza categoria (*type 3, virtual currency schemes with bidirectional flow*) ricomprende le monete virtuali che consentono lo svolgimento di operazioni di vendita e acquisto contro denaro avente corso legale (e viceversa) e che si pongono, pertanto, in un rapporto di piena interoperabilità con il mondo esterno. I *bitcoin* e la quasi totalità delle altre criptomonete vengono ricomprese in quest'ultimo sottoinsieme.

<sup>25</sup> F. VERGARI, *Noi e le criptovalute: un popolo di sognatori, minatori e investitori*, cit., pp. 110-121, a Calenzano, un piccolo Comune alle porte di Firenze, si trova una delle più grandi realtà di *mining* italiane, la *Bitminer Factory*.

possibilità di acquistarla mediante moneta tradizionale, attraverso accordi con gli utenti che la possiedono o tramite speciali piattaforme di scambio *online*; la detenzione della stessa da parte degli utenti in conti elettronici, i c.d. *wallet*, che ne permettono la movimentazione. La presenza cumulativa dei predetti requisiti qualifica la valuta virtuale.<sup>26</sup>

Le criptovalute si possono ottenere in due modi: acquistandole, alla stregua di titoli azionari, o “guadagnandole” attraverso l’attività di *mining*. Con particolare riferimento a quest’ultima eventualità, occorre riprendere brevemente le considerazioni spese in ordine alla *blockchain*. Quest’ultima, letteralmente “catena di blocchi”, può essere anche intesa come un “processo in cui un insieme di soggetti condivide risorse informatiche per rendere disponibile alla comunità di utenti un database virtuale generalmente di tipo pubblico in cui ogni partecipante conserva una copia dei dati”.<sup>27</sup> La *blockchain*, pertanto, realizza un protocollo informatico che determina la trasmissione di informazioni crittografate e la loro organizzazione in registri decentralizzati costituenti la catena di blocchi, accessibili dalla comunità.<sup>28</sup>

L’utilizzo del predetto protocollo di aggiornamento e di tecniche di validazione crittografiche ingenerano fiducia reciproca, tra gli utenti della piattaforma, nei dati conservati nella “catena”. L’incentivo alla cooperazione diffusa nella validazione delle catene di scambi è dato dalla “creazione” (*recte*, estrazione) di una nuova unità di valore da parte chi operi la validazione di una nuova transazione, attraverso l’utilizzo della propria potenza di calcolo crittografico (i c.d. *miner*).<sup>29</sup>

Il numero totale di *bitcoin* prodotti/producibili è, tuttavia, prefissato in 21 milioni di unità; cifra che si stima di raggiungere non prima del 2030. Tale

<sup>26</sup> P. IEMMA e N. CUPPINI, *La qualificazione giuridica delle criptovalute*, cit., p. 2.

<sup>27</sup> F. VERGARI, *Noi e le criptovalute: un popolo di sognatori, minatori e investitori*, cit., p. 114.

<sup>28</sup> V. DE STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale*, cit., pp. 756-757.

<sup>29</sup> *Ibid.*, p. 757, tale “attività di convalida dei blocchi” è volta a prevenire “il rischio della ‘doppia spendita della medesima unità di valore’, che è insito in ogni passaggio da un sistema basato sulla consegna materiale di un oggetto (moneta o banconota) a uno basato su mere ‘archiviazioni elettroniche’”.

previsione si basa sulla scelta – operata, *ab origine*, dall'ideatore del sistema – di ridurre progressivamente il numero di *bitcoin* minabili.<sup>30</sup> Ciò oltre ad esprimere la sopracitata funzione di riserva di valore riconducibile al *bitcoin* (il *bitcoin* diventa un bene rifugio), mette in evidenza, inevitabilmente, il “paradosso del *mining*”, altro *vulnus* del sistema. Si vuole esprimere con tale espressione la curiosità sulle possibili risposte all'*impasse* determinato dall'attrito tra il limite massimo di emissione di unità di conto inizialmente fissato dal protocollo informatico e l'aspettativa di “guadagno” dei *miners*, sottesa alla loro attività di validazione: quale sarà l'impatto di questa frizione sul valore dei *bitcoin*? e, soprattutto, quale sarà il destino dell'attività di estrazione e, conseguentemente, di validazione?

L'attenzione, allora, si rivolge al profilo dinamico della valuta virtuale, che realizza l'altro metodo di acquisizione della medesima (alternativo rispetto all'attività di *mining*), *id est* la sua circolazione. La disamina della tematica *de qua* deve essere condotta attraverso l'indagine di tre caratteristiche fondamentali che involgono la circolazione delle criptovalute (e, in particolare, dei *bitcoin*): l'anonimato delle transazioni, i tempi di conferma della transazione necessari per la preservazione dell'operazione e quelli per la sua immodificabilità ed irreversibilità.

Con specifico riguardo alla prima delle summenzionate caratteristiche, *id est* l'anonimato contornante la circolazione della valuta virtuale, si specifica, di seguito, il meccanismo sotteso alla circolazione dei *bitcoin*. Esso circola attraverso il c.d. sistema della doppia chiave: l'utente è in possesso di un *wallet* contenente una serie di coppie chiave privata-chiave pubblica. La chiave privata, assolutamente segreta e conosciuta dal solo titolare della chiave stessa, è funzionale all'effettuazione dei pagamenti; la chiave pubblica, associata alla chiave privata, è conoscibile ed è funzionale alla certificazione del possesso della

---

<sup>30</sup> F. VERGARI, *Noi e le criptovalute: un popolo di sognatori, minatori e investitori*, cit., p. 117, che precisa che il numero dei *bitcoin* minabili “viene dimezzato ogni quattro anni, fino a scomparire del tutto”.

chiave privata cui è associata. Dalla chiave pubblica, inoltre, viene estratto un indirizzo (una serie di lettere e numeri lungo almeno ventisette caratteri). L'effettuazione di pagamenti è, quindi, subordinata alla compresenza dei seguenti elementi: un *wallet*, (la disponibilità) dei soldi da trasmettere e l'indirizzo del destinatario. Più in particolare, il cliente *bitcoin* genera una transazione, che viene firmata utilizzando la chiave privata di chi effettua il pagamento. Questa transazione viene inviata, insieme alla chiave pubblica, al resto della rete. Chiunque, a questo punto, può verificare, usando la chiave pubblica, che il messaggio è stato firmato utilizzando la chiave privata. Le transazioni finanziarie, pertanto, risultano trasparenti e tracciabili esclusivamente tra chiavi pubbliche.<sup>31</sup> La citata disponibilità dei soldi da trasmettere fa riferimento, in particolare, alla necessaria dimostrazione, che chi intende effettuare una transazione in *bitcoin* deve fornire, in ordine alla (precedente) trasmissione dei *bitcoin* coinvolti nella transazione *de qua*. Al fine di soddisfare il predetto onere, ad ogni pagamento bisogna allegare le transazioni che abbiano come

---

<sup>31</sup> M. KROGH, *L'aumento di capitale nelle S.r.L., cit.*, pp. 672-673, le chiavi private, associate alle chiavi pubbliche, sono create in modo anonimo ed automaticamente dal sistema che le gestisce; su ogni chiave privata possono essere caricati i *bitcoin* donati o acquistati all'interno del sistema. Tutte le chiavi private possono essere raggruppate in uno o più portafogli virtuali (*web wallet*). L'accesso ai portafogli virtuali, a sua volta, è protetto da una password legata ad un username. L'anonimato è una qualità neutra nella circolazione di una valuta – legale o virtuale che sia – nel senso che la medesima può essere strumento di transazioni lecite o di transazioni illecite. In tutta l'area dell'Unione europea (UE) e, più in generale (in tutta l'area) dei Paesi aderenti al Gruppo di azione finanziaria internazionale (GAFI) c'è una elevata regolamentazione che riguarda i pagamenti e la circolazione delle valute legali proiettata alla massima trasparenza delle transazioni finanziarie che si traduce nella certezza della provenienza della provvista utilizzata per le operazioni finanziarie, della sua destinazione e dei reali ed effettivi soggetti titolari dei conti di provenienza e destinazione. Tutte le transazioni devono "essere *intermediate da Banche o da intermediari finanziari autorizzati; il titolare di un conto bancario è identificato, sulla base di documenti di identificazione legali e riconosciuti ed è profilato, verificato e controllato nell'assolvimento degli obblighi antiriciclaggio comuni a tutti i Paesi aderenti al GAFI*". Tutto ciò non avviene per i *bitcoin* e, più in generale, per le criptovalute. È facilmente immaginabile, pertanto, che le operazioni finanziarie tramite le valute virtuali siano appetibili soprattutto per coloro che non vogliono essere identificati né profilati per motivi leciti, ma più verosimilmente per motivi illeciti (si segnala, *ex plurimis*, l'episodio del 20 febbraio 2019 verificatosi a Santa Maria Capua Vetere, nel Casertano, involgente cinque giovani dai 19 ai 29 anni, arrestati perché nel corso delle indagini, è emerso il loro coinvolgimento nel traffico di droga via Internet mediante la piattaforma per chat segreta *Surespot*, cfr. M. LIGUORI, *La nuova frontiera dello spaccio: droga su Surespot pagata in Bitcoin*, reperibile in [www.ilmattino.it](http://www.ilmattino.it)).

destinatario l'indirizzo con il quale si trasmettono i *bitcoin*. Una volta allegata una transazione, questa è da considerarsi "spesa", e, quindi, non più riutilizzabile.

Le altre due caratteristiche proprie della circolazione delle valute virtuali (e, più particolarmente, dei *bitcoin*) sono, come detto, i tempi di conferma della transazione necessari per la salvaguardia dell'operazione e (quelli necessari) per la sua immodificabilità ed irreversibilità.<sup>32</sup>

Con specifico riferimento alla conferma e salvaguardia della transazione finanziaria, il singolo blocco di transazione si forma in dieci minuti ed il numero necessario a garantire l'immodificabilità della transazione è determinato in sei blocchi (*standard* di sicurezza generalmente accettato dal *network*<sup>33</sup>); sicché il tempo minimo di messa in sicurezza della transazione in *bitcoin* può fissarsi approssimativamente in sessanta minuti.

L'irreversibilità dell'esecuzione della transazione e l'immodificabilità dei dati in essa contenuti – terza, ed ultima, caratteristica della circolazione delle criptovalute – realizza il vertice nel quale convergono le considerazioni teoriche (fino ad ora elaborate) e il raffronto pratico con il *case study* oggetto di discussione in questa sede.

Procediamo con ordine.

L'irreversibilità dell'esecuzione della transazione e l'immodificabilità dei dati in essa contenuti espongono il contraente al rischio della mancata o inesatta esecuzione della controprestazione in quanto il versamento dei *bitcoin* una volta eseguito non può essere né ritirato, né modificato e, ancor più gravemente, non può essere corretto se associato ad una chiave pubblica errata (in questo caso del pagamento beneficerebbe un soggetto anonimo, protetto dalla segretezza

---

<sup>32</sup> *Ibid.*, p. 673, tali caratteristiche "se, da un lato, offrono le indispensabili garanzie ai contraenti che interagiscono tra loro in forma anonima in una piattaforma informatica, da altro lato, rischiano di generare uno squilibrio nello scambio delle prestazioni e possono provocare perdite irreparabili in caso di uno scambio erroneo nei dati della transazione (relativi all'importo o alla chiave pubblica) ovvero nel caso di utilizzo di server in cui sono presenti virus informatici o trojan".

<sup>33</sup> *Ibid.*, p. 673, La scelta di sei blocchi, come *standard* di sicurezza, fa leva sulla teoria della bassa probabilità che un utente malintenzionato può accumulare più del 10% del *hashrate* (della rete) per falsificare la transazione, e che il rischio trascurabile (meno dello 0,1%) è accettabile.



della chiave privata associata alla chiave pubblica errata, diverso dall'esatto destinatario).

La mancata o inesatta esecuzione della controprestazione, nelle transazioni notarili e negli atti societari, è integrata anche, e più particolarmente, dal disallineamento temporale nell'esecuzione delle prestazioni. Con specifico riferimento a quest'ultime, emerge con lapalissiana evidenza, da un lato, l'impossibilità, per il notaio, di garantire l'esito corretto delle prestazioni concordate e, dall'altro, la "precarietà" del contratto a fronte dell'alea legata tanto alla volatilità del valore della criptovaluta quanto al rischio dell'inesatta esecuzione delle prestazioni (alimentata dall'estemporaneità dell'esecuzione dell'una rispetto all'altra).

Nella fattispecie sottoposta all'esame del Tribunale di Brescia, l'amministratore della società ha comprovato il trasferimento della criptovaluta producendo la c.d. *transaction password* che certifica l'intervenuto trasferimento tra due chiavi pubbliche legate ciascuna ad una chiave privata anonima e protetta da *password* altrettanto anonima. In questo caso – prescindendo dai profili legati all'anonimato delle chiavi private – è il conferente che si è assunto l'intero rischio della mancata iscrizione della delibera di aumento del capitale sociale (*id est*, della inesatta esecuzione della controprestazione) avendo irrevocabilmente trasferito la criptovaluta su un conto anonimo della società che avrà un mero obbligo restitutorio verso il conferente, salvo verificare chi debba farsi carico, in caso di mancata iscrizione della delibera, dei rischi *medio tempore* esistenti (legati, *ex multis*, alla presenza di eventuali *malware*, *trojan*, erronei resettaggi del sistema informatico, perdita dell'*hardware* dove sono custodite le chiavi private, furti informatici).

### c) Le *Initial Coin Offerings* (ICOs)

Gli ultimi anni della finanza d'impresa sono stati caratterizzati dall'esplosione

del fenomeno delle *Initial Coin Offerings (ICOs)*<sup>34</sup> che ha letteralmente soppiantato il *crowdfunding* tradizionale e, in ordine ai progetti legati alla *blockchain*,<sup>35</sup> il *venture capital*.

Le *ICOs* – che, nell'economia del presente articolo, possono essere anche percepite come una modalità di espressione delle criptovalute – sono delle offerte di “valori digitali” (*token*)<sup>36</sup> che possono attribuire al titolare una serie di diritti associati all'uso di un prodotto o servizio tecnologico della *blockchain* che sarà sviluppato con i proventi dell'offerta (c.d. *utility token*) o, più raramente, di diritti – economici e/o amministrativi – collegati all'impresa che sviluppa il progetto (c.d. *security token*).<sup>37</sup> Gli apporti da parte dei sottoscrittori dei *token* sono generalmente effettuati in criptovalute, più raramente in denaro. Gli stessi *token* possono essere usati come valute o scambiati con criptovalute.

<sup>34</sup> S.T. HOWELL - M. NIESSNER - D. YERMACK, *Initial coin offerings: Financing growth with cryptocurrency token sales*, ECGI Working Paper n.564/2018, 2018, dal gennaio 2015 al giugno 2018 nel mondo sono stati raccolti 18 miliardi di dollari USA attraverso *ICOs*. Il sito CoinDesk ([www.coindesk.com](http://www.coindesk.com)) stima a 22,5 miliardi la raccolta al 31 ottobre 2018. In almeno quindici casi gli offerenti hanno raccolto più di 100 milioni di dollari USA. Alcune di queste mega-*ICOs* sono diventate molto celebri. EOS ha raccolto addirittura più di 4 miliardi di dollari, Telegram 1,7, mentre Dragon ha raccolto 320 milioni di dollari e Filecoin ha raccolto più di 200 milioni di dollari con la prima *ICO* della storia ben curata dal punto di vista regolatorio, perché effettuata tramite un'offerta a investitori qualificati.

<sup>35</sup> Per un'analisi più approfondita del fenomeno della *blockchain* con uno sguardo alle *Initial Coin Offerings* cfr. A. CHANYCHEV, *Cryptocurrencies: Fundamentals, Developments, and Regulation*, in NERA Economic Paper, 2018; M. IANSITI - K.R. LAKHANI, *The truth about blockchain*, in *Harvard Business Review*, p. 95, 2017, 1; L.W. CONG - Z. HE, *Blockchain Disruption and Smart Contracts*, 2018, reperibile sul sito [ssrn.com](http://ssrn.com).

<sup>36</sup> M. PRISCO, *Consob, primo passo per regolamentare le offerte di criptovalute*, reperibile in [www.repubblica.it](http://www.repubblica.it), dove si fa riferimento al fatto che la Consob fornisce una definizione delle c.d. cripto-attività, vale a dire, degli asset digitali oggetto di *ICOs*. Più in particolare, i predetti asset – ad avviso del Regolatore – formerebbero oggetto di *ICOs* se: a) qualificabili come prodotti finanziari, con l'esclusione quindi degli strumenti finanziari e dei prodotti di investimento quali PRIIP, PRIP e IBIP; b) finalizzati a investimenti in progetti imprenditoriali; c) creati, conservati e trasferiti (unicamente) mediante tecnologie basate su registri distribuiti capaci di garantire l'identificazione del titolare dei diritti relativi agli investimenti sottostanti e incorporati nella cripto-attività; d) negoziabili all'interno di uno o più sistemi di scambi (*exchanges*), anche essi oggetto di regolamentazione e vigilanza. L'intervento della Consob proteso alla definizione di una *sandbox* al fine di garantire la tutela dell'investitore (in deroga al sistema regolamentare ordinario dei prodotti finanziari) estromette dal delineato perimetro i *token* non finalizzati a investimenti e quelli non negoziabili sul mercato secondario.

<sup>37</sup> Cfr. P. GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Società (Le)*, 2019, n.1, pp. 62-63; P. IEMMA - N. CUPPINI, *La qualificazione giuridica delle criptovalute*, cit., pp. 2-3.

La *ratio* delle *ICOs* sviluppa quella sottesa al *crowdfunding*: nel *crowdfunding*, chi necessita di fondi per lanciare una qualche attività attribuisce dei diritti (quale corrispettivo dei fondi ricevuti); nelle *ICOs*, i diritti *de quibus* sono attribuiti mediante il rilascio di un *token*, un meccanismo digitale di riconoscimento di diritti, attuato attraverso tecniche crittografiche, che può essere ceduto mediante i meccanismi della *blockchain*. Questa cedibilità semplificata (realizzata attraverso la *blockchain*), avulsa dell'intervento di intermediari, determina la creazione di mercati liquidi. Il *token* può così diventare anche una nuova criptomoneta se viene accettato come mezzo di scambio.<sup>38</sup> Per favorire la liquidità i *token* vengono ammessi alle negoziazioni su richiesta dell'emittente – usando la terminologia del diritto dei mercati finanziari – su piattaforme elettroniche di scambio, dove si incrociano domanda e offerta degli stessi. Queste piattaforme, peraltro, offrono anche strumenti derivati quali *futures* o *options* su valute digitali. La predetta liquidità dei mercati involgenti i *token* realizza, pertanto, la cesura tra il modello delle *ICOs* e quello del *crowdfunding*, poiché il mercato di quest'ultimo presenta dimensioni ridotte laddove l'emittente offra titoli cedibili.

Le *ICOs* sono realizzate attraverso la disseminazione – da parte degli offerenti – delle informazioni relative all'idea in c.d. *whitepapers*,<sup>39</sup> sui *social media* e servendosi di ogni altro canale di informazione su *internet*.

Le *ICOs*, quindi, risultano – allo stato attuale – completamente

<sup>38</sup> P. GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 62, generalmente, il numero dei *token* è fisso, in modo da non diluire il valore dei *token* emessi e circolanti. La tematica *de qua* inizia ad attirare l'attenzione delle banche centrali, degli economisti monetari e dei giuristi: cfr. BIS, *Central banks digital currencies*, marzo 2018, reperibile in [www.bis.org/cpmi/publ/d174.htm](http://www.bis.org/cpmi/publ/d174.htm); D. BORDO - A.T. LEVIN, *Central bank digital currency and the future of monetary policy*, 2017, in NBER Working Paper 23711, reperibile in <http://www.nber.org/papers/w23711>; per un'interessante analisi giuristica v. H. NABILOU - A. PRÜM, *Ignorance, debt and cryptocurrencies: The old and the new in the law and economics of concurrent currencies*, 2017, reperibile in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>39</sup> Cfr. S. COHNEY - D. HOFFMAN - J. SKLAROFF - D. WISHNICK, *Coin-Operated Capitalism*, reperibile in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), si tratta di documenti che talvolta ricordano lo stile dei lavori scientifici, ma che sempre più spesso si stanno evolvendo nel senso di assomigliare a piccoli prospetti informativi, peraltro molto più snelli e molto meno precisi in punto di informazioni sull'offerente rispetto ai prospetti della regolazione finanziaria.

disintermediate;<sup>40</sup> si registra, invero, la carenza operativa di intermediari reputazionali o certificatori di altro tipo.<sup>41</sup>

Il *focus* del presente lavoro si deflette intorno alla *querelle* relativa alla qualificazione giuridica delle *Initial Coin Offerings* e, *de relato*, (relativa) all'applicabilità – o meno – della disciplina dei mercati finanziari ai *token* e alle criptovalute<sup>42</sup> [con particolare riferimento, *ex multis*, alla disciplina del prospetto (per le offerte), dei mercati (MiFID II e MiFIR), degli abusi di mercato (MAD II, MAR), dei servizi di investimento (MiFID II), dei gestori accentrati di strumenti finanziari (CSDR) e degli schemi di investimento collettivo (UCITS)]. La scelta adottata nell'economia del presente articolo di condurre la disamina della tematica *de qua* nell'ottica ordinamentale triadica (ordinamento americano,

<sup>40</sup> Tra gli studi scientifici di natura economica che studiano il fenomeno cfr., *ex multis*, S. ADHAMI - G. GIUDICI - S. MARTINAZZI, *Why do businesses go crypto? An empirical analysis of initial coin offerings*, in *Journal of Economics and Business*, 2018; C. CATALINI - J.S. GANS, *Initial Coin Offerings and the Value of Crypto Tokens*, 2018; C. CATALINI - J.S. GANS, *Some Simple Economics of the Blockchain*, 2018; P.P. MOMTAZ, *The Pricing and Performance of Initial Coin Offerings*, 2018; D. ZETZSCHE - ROSS P. BUCKLEY - D.W. ARNER, *The ICO Gold Rush: It's a scam, it's a bubble, it's a super challenge for regulators*, 2017; D. ZETZSCHE, ROSS P. BUCKLEY, J.N. BARBERIS - D.W. AARNER, *Regulating a Revolution: from regulatory sandboxes to smart regulation*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, p. 31, 2018, p. 31; D. ZETZSCHE - ROSS P. BUCKLEY - D.W. ARNER, *The Distributed Liability of Distributed Ledgers: Legal Risks of Blockchain*, 2017, tutti reperibili in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>41</sup> P. GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 63, che rileva come tale fenomeno mette in crisi "paradigmi consolidati dell'economia dell'informazione: il problema di azione collettiva degli investitori, la gestione dell'asimmetria informativa tra offerente e acquirente, l'azzardo morale dell'offerente una volta ricevuto il denaro (ossia, la possibilità di usarlo per altri fini), il ruolo degli intermediari reputazionali come 'certificatori' delle informazioni e, infine, la necessità (o non necessità) della regolazione per consentire al mercato di espandersi tutelando in modo efficiente gli investitori". Nella letteratura giuridica italiana sono tutti temi oggetto di ampia trattazione; cfr., *ex multis*, G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986; S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011. Nella letteratura di finanza e accounting cfr., *ex multis*, P.M. HEALY - K.G. PALEPU, *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature*, in *Journal of Accounting and Economics*, 31, 2001, p. 405; R.E. VERRECCHIA, *Essays on Disclosure*, in *J. Acct. & Econ.*, 32, 2001, p. 97; C. LEUZ - P. WYSOCKI, *The economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research*, in *Journal of Accounting Research*, 54, 2016, p. 525.

<sup>42</sup> All'occhio del più attento Lettore non sfuggirà che le considerazioni formulate di seguito, in ordine alla problematica *de qua*, risultano spendibili anche in relazione alla macro-tematica – che investe la presente elaborazione – della qualificazione giuridica delle valute virtuali.

europeo ed italiano) è giustificata dalla discrasia concettuale sottesa ai termini “*securities*”, “*financial instruments*” e “prodotto finanziario” nei quali andrebbe sussunta la fattispecie giuridica dei *token* determinando, conseguentemente, l'applicazione della *securities regulation* americana o del diritto dei mercati finanziari europei o, infine, della normativa Consob (sul punto).

Nella prospettiva del diritto federale americano – *Securities Act* del 1933, *Section 2 (a) (1)* – costituisce una “*security*”, oltre ai diversi strumenti finanziari tipicamente scambiati sul mercato (tra i quali, *ex multis*, azioni, obbligazioni, derivati), anche un “*investment contract*”.<sup>43</sup> L'evoluzione del *trend* – che vide la sua più chiara manifestazione nel 1946, con la pronuncia della Corte Suprema degli Stati Uniti nel celebre caso *Howey*<sup>44</sup> – relativo all'interpretazione funzionale, non formalistica, del concetto di contratto di investimento ha realizzato la generalizzata adozione del (criterio del) c.d. *Howey Test*. Celebre applicazione, per le *ICOs*, dell'*Howey Test* è rappresentata dal caso *DAO* del 2017. La *Securities and Exchanges Commission (SEC)*, nel caso di specie, attraverso la c.d. *DAO Report*,<sup>45</sup> ovvero una comunicazione volta a ricordare – al mondo della *blockchain* – i criteri operanti nel mondo federale statunitense, chiariva che l'offerta di *token* effettuata da *DAO*<sup>46</sup> risultava positiva all'*Howey Test*

<sup>43</sup> Section 2 (a) (1) del *Securities Act* del 1933: “*The term 'security' means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a 'security', or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing*”.

<sup>44</sup> Tale provvedimento, invero, fa propria l'ideologia – relativa alla fattispecie del contratto di investimento – consolidata con la legislazione nelle leggi statali antecedenti alla legislazione federale (“*blue sky laws*”), leggi in cui – come notava la Corte Suprema – sin da subito: “*form was disregarded for substance, and emphasis was placed upon economic reality*” (Corte Suprema degli Stati Uniti, *SEC v. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946), a 298).

<sup>45</sup> SEC, “*Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*” (July 25, 2017).

<sup>46</sup> P. GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 64, *id est* un progetto di origine tedesca finito male a causa di problemi del *software* che avevano consentito l'*hackeraggio*.

(specificando, *de relato*, i criteri che realizzano il superamento del test in questione) in quanto costituiva (a) un investimento di denaro (b) in un'impresa comune (c) con una ragionevole attesa di profitti (d) derivanti dall'attività imprenditoriale o manageriale di altri soggetti.<sup>47</sup>

Venendo, invece, al diritto europeo, non esiste – allo stato attuale – una posizione ufficiale dell'*European Securities and Markets Authority (ESMA)* sul tema della qualificazione giuridica delle offerte di *token* sul mercato europeo.<sup>48</sup> Tale lacuna è stata, quindi, colmata dalla dottrina,<sup>49</sup> la quale individua un concetto europeo di "*financial instrument*" più circoscritto rispetto a quello americano – più ampio – di "*securities*" (sicché, le offerte che negli Stati Uniti potrebbero essere assoggettate all'obbligo di prospetto potrebbero non esserlo in Europa, salva la possibilità che nei singoli Stati membri siano adottati criteri più ampi, come accade in Italia).

In Italia, invero, l'obbligo di redazione del prospetto coinvolge tanto le offerte di strumenti finanziari, quanto (quelle) di prodotti finanziari in senso ampio. Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. t), D.Lgs. n.58/1998, infatti, per "offerta al pubblico di prodotti finanziari" deve intendersi "*ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti*

<sup>47</sup> *Ibid.*, p. 64, subito dopo la presa di posizione della SEC l'autorità di vigilanza svizzera era dunque anch'essa uscita con una propria nota [FINMA, Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle *initial coin offering (ICO)*, 16 febbraio 2018], protesa ad indicare ai *team* interessati ad operare tramite veicoli svizzeri i criteri da seguire per comprendere se i *token* sarebbero stati trattati come "*securities*" o meno. Per un'analisi della posizione nell'ordinamento elvetico, cfr. G. GIUDICI, *Legal Problems of the Blockchain: A Capital Markets Perspective*, 2018, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>48</sup> L'Autorità europea ha soltanto pubblicato una dichiarazione (ESMA, *Statement - ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements*, 13 novembre 2017, pubblicato sul sito dell'ESMA: [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).) in cui mette in guardia le imprese europee dai rischi che le loro offerte ricadano nel perimetro della regolazione finanziaria europea.

<sup>49</sup> P. HACKER - C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, e reperibile in <http://www.academia.edu>; v. pure I. BARSAN, *Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO)*, in *RTDF*, 2017, p. 54.

*finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati*". Pertanto, e in virtù di una consolidata prassi interpretativa, la Consob sottolinea continuamente nei propri interventi che l'offerta al pubblico di prodotti finanziari è realizzata quando l'attività riguardi "prodotti finanziari", categoria che include sia le figure "tipizzate" degli "strumenti finanziari" sia "ogni altra forma di investimento di natura finanziaria"; e che la nozione di "investimento di natura finanziaria" richiede la compresenza di tre elementi: (a) un impiego di capitale; (b) un'aspettativa di rendimento di natura finanziaria; (c) l'assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale. Il criterio seguito dalla Consob è dunque leggermente più ampio rispetto all'*Howey Test*: mentre quest'ultimo richiede un'impresa comune e, soprattutto, lo sforzo imprenditoriale o manageriale di terzi, tali requisiti non sono necessari in base al criterio adottato dalla Consob; ciò significa, allora, che – inversamente rispetto a quanto accade nel confronto tra la normativa europea e quella statunitense – le offerte che in Italia potrebbero essere assoggettate all'obbligo di prospetto potrebbero non esserlo negli Stati Uniti.

### 3.2. La natura giuridica sui generis delle valute virtuali

L'incertezza che alimenta il dibattito *extra nationem*<sup>50</sup> riguardante la

<sup>50</sup> P. IEMMA e N. CUPPINI, *La qualificazione giuridica delle criptovalute*, cit., pp. 3 e ss.: secondo la *Securities and Exchange Commission* (SEC) "una valuta virtuale è una rappresentazione digitale di valore che può essere scambiata digitalmente e funziona come mezzo di scambio, unità di conto o riserva di valore. Token o monete virtuali possono rappresentare anche altri diritti. Di conseguenza, in determinati casi, i token o le monete saranno strumenti finanziari e non potranno essere venduti legalmente senza registrazione presso la SEC o in base ad un'esenzione"; cfr. sul punto US SEC, *Investor Bulletin: initial coin offerings*, 25 July 2017, disponibile sul sito istituzionale dell'Autorità: [https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib\\_coinofferings](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings). Cfr. anche *Statement on Cryptocurrencies and initial Coin Offerings*, SEC Chairman Jay Clayton, 11 December 2017, secondo cui "while there are cryptocurrencies that do not appear to be securities, simply calling something a "currency" or a currency-based product does not mean that it is not a security. Before launching a cryptocurrency or a product with its value tied to one or more cryptocurrencies, its promoters must either (1) be able to demonstrate that the currency or product is not a security or (2) comply with applicable registration and other requirements under our securities laws". Per l'Autorità svizzera (*Financial Market Supervisory Authority - FINMA*), invece, l'operatività in criptovalute e, in particolare, le attività sottese alle ICO possono presentare caratteristiche tali da essere ricondotte nell'ambito di applicazione della normativa in materia di antiriciclaggio, diritto bancario, intermediazione

mobiliare o gestione collettiva a seconda dei casi (cfr. FNMA Guidance 04/2017, *Regulatory treatment of initial coin offerings*). Perfettamente in linea si è pronunciata anche la *Financial Conduct Authority* (FCA) del Regno Unito, secondo la quale – e con particolare riferimento alla tematica *Initial Coin Offering (ICO)* – al fine di stabilire se una *ICO* rientri nell'ambito della regolamentazione, è necessario effettuare un'analisi caso per caso. Secondo tale Autorità, "molte *ICO* cadranno al di fuori dello spazio regolamentato. Tuttavia, a seconda di come sono strutturate, alcune *ICO* possono comportare investimenti regolamentati e le imprese coinvolte in una *ICO* possono condurre attività regolamentate. Alcune *ICO* presentano parallelismi con le offerte pubbliche iniziali (*IPO*), il collocamento privato di titoli, il crowdfunding o persino gli schemi di investimento collettivo. Alcuni token possono anche essere valori mobiliari e pertanto possono rientrare nel regime del prospetto" [cfr. *Financial Conduct Authority (FCA), Initial Coin Offerings*, 12 September 2017, reperibile sul sito <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>]. Altri regolatori, invece, hanno evidenziato le similitudini delle valute virtuali rispetto a beni fisici come i metalli preziosi, i combustibili e i prodotti agricoli, riconducendo le criptovalute alla nozione di *commodities*, vale a dire di prodotti che possono essere utilizzati a scopo di investimento o speculativo: secondo la *US Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), infatti, "*Bitcoin and other virtual currencies are encompassed in the definition and properly defined as commodities*" (CFTC Docket No. 15-29, September 17, 2015). Nello stesso senso si è pronunciata, anche, la *Financial Services Regulatory Authority* di Abu Dhabi, secondo cui "*from a regulatory perspective, virtual currencies are treated as commodities*" (*Supplementary Guidance - Regulation of Initial Coin/Token Offerings and Virtual Currencies under the Financial Services and Markets Regulations*, October 9, 2017). Anche le Autorità europee hanno studiato il tema delle criptovalute; ciò al fine di adottare raccomandazioni nei confronti delle competenti autorità di vigilanza nazionali all'interno del mercato unico, valutando anche la necessità o l'opportunità di predisporre regole *ad hoc* per regolamentare il fenomeno a livello europeo. In particolare, a seguito di alcune comunicazioni preliminari (cfr., in particolare, EBA, *Avvertenza per i consumatori sulle monete virtuali*, 12 dicembre 2013, ABE/WRG/2013/01), nel luglio 2014, la *European Banking Authority* (EBA) ha pubblicato una *opinion* indirizzata alle istituzioni dell'UE ed alle autorità di vigilanza degli Stati Membri, nella quale ha analizzato le caratteristiche e i rischi connessi alle valute virtuali. In tale *opinion*, le criptovalute vengono definite come rappresentazioni digitali di valore non emesse da banche centrali o da altre autorità pubbliche, le quali possono essere accettate da persone fisiche o giuridiche come mezzo di pagamento. Nel riconoscere alcuni potenziali benefici delle valute virtuali, l'EBA ha sottolineato l'esistenza di numerosi rischi per i consumatori, per l'integrità dei mercati finanziari, per i sistemi di pagamento basati su monete tradizionali e per le autorità di vigilanza. Sulla stessa linea si è pronunciata anche la BCE nel mese di febbraio 2015 (cfr. BCE, "*Virtual Currency Schemes – A Further Analysis*", February 2015), precisando che le valute virtuali possono essere definite come rappresentazioni digitali di valore non emesse da banche centrali, istituti di credito o istituti di moneta elettronica, le quali, in alcune circostanze, possono essere utilizzate come un'alternativa al denaro. Oltre all'EBA e alla BCE, anche l'Autorità europea dei mercati finanziari (ESMA) ha rilasciato uno *statement* (cfr. *ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements*, 13 November 2017, ESMA50-157-828, reperibile al seguente indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-ico-risks-investors-and-firms>), nel quale ha affermato che "*A seconda di come sono strutturate, le ICO potrebbero non rientrare nell'ambito delle regole esistenti e quindi rimanere al di fuori dello spazio regolamentato. Tuttavia, laddove le monete o i token si qualificano come strumenti finanziari, è probabile che le imprese coinvolte nelle ICO conducano attività di investimento regolamentate, quali collocamento, negoziazione o consulenza su strumenti finanziari o gestione o commercializzazione di fondi di investimento collettivo. Le imprese possono, inoltre, essere coinvolte nell'offerta di valori mobiliari al pubblico*".



qualificazione giuridica delle criptovalute, induce sovente l'interprete a rifugiarsi nel contesto nazionale costringendo la risposta alla problematica *de qua* in uno spazio angusto. Nonostante le difficoltà testé segnalate, si cercherà di studiare la natura (*recte*, la *ratio* costitutiva) della valuta virtuale ad ampio raggio, orientandosi nel *caos* normativo della cornice internazionale attraverso il quadro nazionale; ci si servirà, dunque, delle considerazioni formulate (all'esito del predetto *iter*) per rispondere al quesito di fondo sollevato in apertura del presente scritto: la valuta virtuale realizza la fattispecie del conferimento in denaro o (la fattispecie) del conferimento in natura?

La teoria economica qualifica la criptovaluta come "moneta alternativa" e, più propriamente, come "moneta digitale ad utilità intrinseca".<sup>51</sup> Bisogna, tuttavia,

---

<sup>51</sup> Cfr. G. LEMME e S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, cit., 5 pp. e ss., ad avviso dei quali all'interno della macrocategoria delle monete alternative distingue la classe delle monete ad utilità intrinseca che sono, a loro volta, distinguibili in due tipologie: *token* e digitali. Le prime si andarono diffondendo in contesti particolari, come nel caso delle sigarette in contesti carcerari e durante la Seconda Guerra Mondiale (cfr. R.A. RADFORD, *The economic organisation of a POW camp*, in *Economica*, 1945, pp. 189 e ss.), ma sono tuttora diffuse in alcuni Paesi africani, dove le ricariche per telefono cellulare vengono scambiate ed usate come moneta (*Airtime is money: the use of pre-paid mobile-phone minutes as a currency*, in *The Economist*, 19-01-2013: in Kenya, un particolare servizio, MPESA, consente l'acquisto di beni e servizi attraverso il credito del cellulare, e questo spiega in parte il diffondersi di questo particolare tipo di moneta ad utilità intrinseca). La moneta di tipo *token* (*id est*, gettone) prende il nome dai *British tokens*, gettoni metallici (in genere di rame) che vennero conati in Gran Bretagna per far fronte alla carenza di monete circolanti di piccolo taglio. La pratica si diffuse in altri contesti, e sostanzialmente si andò esaurendo gradualmente solo alla fine del XIX secolo. Peraltro, ci sono almeno due sviluppi più moderni della moneta *token*. Il primo è il cosiddetto *Depression Scrip*, una sorta di titolo di credito che circolò durante la Grande Depressione degli anni '30 per far fronte alla riduzione drastica della liquidità circolante (cfr. J.W.C. HARPER, *Scrip and other forms of local money*, Chicago, 1948). Il secondo, invece, è rappresentato dai c.d. miniassegni, che circolarono in Italia negli anni '70 del secolo scorso a fronte della drastica riduzione della massa circolante di monete da 50 e 100 lire. Oggi vi sono alcuni esempi di monete *token* in tutto il mondo, ma particolarmente in Gran Bretagna, ove l'esempio più noto è quello del *Brixton pound*, moneta complementare che circola nell'ambito della comunità di Brixton, nel sud-est di Londra. Altro esempio, sempre inglese, è quello del *Totnes pound*, diffuso nella località di Totnes nel Devon; le monete cartacee complementari di tipo locale, in Inghilterra, hanno in verità una storia molto risalente. Già nel 1832, infatti, Robert Owen introdusse i "buoni lavoro" come forma di retribuzione delle classi disagiate (oggi la moneta complementare locale in Inghilterra circola per alcune centinaia di migliaia di sterline, cfr. M. NAQVI e J. SOUTHGATE, *Banknotes, local currencies and central bank objectives*, in <https://www.bankofengland.co.uk/>). Rilevanza maggiore assume, tuttavia, il fenomeno delle monete virtuali di tipo digitale. Il caso decisamente più clamoroso di moneta digitale, anche per le caratteristiche che ne contrassegnarono la nascita, è certamente quello del *Linden Dollar*, creato per consentire la nascita di una vera e propria economia parallela nel *Massive Multi-player Online Role Playing Game* (MMORPG) *Second Life*.

fare molta attenzione al significato da riconoscere al lemma “moneta”. Il problema, pertanto, diviene quello di acclarare la natura giuridica della valuta virtuale in rapporto al concetto di moneta; ci si chiede, più propriamente, se sia possibile sussumere la criptovaluta<sup>52</sup> nella fattispecie monetaria.

L’analisi *de qua* trae le mosse dalla posizione ufficialmente espressa, nel febbraio 2015, dalla Banca centrale europea (BCE), in *Virtual currency schemes – a further analysis*,<sup>53</sup> la quale ha dedotto che le monete virtuali, poiché scevre di un apparato normativo che ne assicuri la funzione di mezzo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie, non sarebbero moneta; più propriamente, lo sarebbero ma solo nel senso di moneta contrattuale, valida, pertanto, nei

---

L’ambizione di questa piattaforma era quella di creare una realtà alternativa, in cui ciascun giocatore potesse svolgere attività analoghe o completamente differenti da quelle della vita reale, ma in un contesto più anonimo (e dunque per certi versi “più appagante”). Per conferire ulteriore realismo all’esperienza, il mondo virtuale di *Second Life* prevedeva la retribuzione delle attività degli utenti che potessero essere di interesse per altri giocatori, sotto forma di una particolare moneta denominata, appunto, *Linden Dollar*. Il *Linden Dollar* aveva la particolarità di non essere semplicemente utilizzabile all’interno del gioco (come avviene normalmente nei giochi di ruolo) ma di poter essere convertito in moneta reale; le peculiarità di *Second Life* e del *Linden Dollar* hanno appassionato sociologi ed economisti. In lingua italiana, rimane fondamentale il saggio di G. MACARIO, *Il passato, presente e futuro del mondo virtuale Second Life*, Roma, 2014. Per una prospettiva economica cfr. M.A. KAPLAN - M. HANLEIN, *Consumer use and business potential of virtual worlds: the case of Second Life*, in *International Journal of Media Management*, 2009, pp. 109 e ss.. Nel successo quantomeno iniziale di *Second Life* (a dire la verità, transeunte) era sin troppo agevole, dal punto di vista sociologico, trovare i germi di quella che è in fondo una caratteristica delle monete complementari: il porsi al di fuori degli schemi di regolazione tradizionali e centralizzati, ed avere, pertanto, una “matrice anarchica” che contribuisce al suo diffondersi, anche in chiave antisistema. È comunque con la criptovaluta e, più particolarmente, con il *bitcoin* che la moneta complementare di tipo digitale raggiunge l’espressione sin qui più compiuta, più aperta, più decisamente simile alla vera e propria moneta; cfr. G. HILEMAN, *A history of alternative currencies*, London, 2014, pp. 15 e ss., che distingue tra “*money*” e “*currency*”: la prima sarebbe la moneta in senso lato, in tutte le sue funzioni, mentre la seconda sarebbe mezzo di scambio (sotto questo profilo, potremo sin d’ora anticipare che la valuta virtuale è più vicina alla seconda che alla prima). Sul punto, in una chiave di lettura filosofica, v. M.G. TURI, *La distinzione fra moneta e denaro*, Roma, 2009, in cui l’Autore rileva, anche con esempi lessicali, che in effetti la moneta non può essere usata come sinonimo di denaro, ma nota un’ambiguità del termine *money* nella lingua inglese, che viceversa, come abbiamo appena visto, gli economisti moderni tendono a superare.

<sup>52</sup> Cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *I Bitcoin*, dattiloscritto consultato per cortesia dell’Autore, pp. 3 e ss.: in particolare, l’equivocità del prefisso “*cripto*”, che sottende “*qualcosa di nascosto, quasi clandestino*”, e dell’aggettivo virtuale (associato a valuta), che lascia intendere a “*qualcosa di meramente potenziale*”, conducono l’Autore a preferire la terminologia di “valuta diversa”, in luogo di criptovaluta/valuta virtuale (per designare la medesima entità).

<sup>53</sup> BCE, *Virtual currency schemes – a further analysis*, cit., p. 32.

meccanismi di scambio in quanto vi sia un accordo tra le parti. Le monete virtuali – rileva infine la Banca – non sarebbero, dunque, soggette ai meccanismi normativi previsti dalla *Payment Services Directive* (PSD).<sup>54</sup>

La risposta – adottata anche dalla BCE nel predetto rapporto – per cui la funzione di mezzo di adempimento (*recte*, di estinzione) delle obbligazioni pecuniarie è limitata al solo contesto in cui, previo accordo delle parti, la valuta virtuale sia accettata in pagamento<sup>55</sup> – traspone il *focus* della questione dal

<sup>54</sup> *Ibid.*, “As a result, analysis from the economic and legal perspectives leads to the conclusion that virtual currencies should not be bundled into the generic words of money or currency, even though their technical appearance takes a form which has some similarities to scriptural money and/or electronic money”. Cfr. G. LEMME e S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, cit., pp. 8 e ss., ad avviso dei quali la BCE mantiene una posizione estremamente conservatrice, nel citato rapporto, sull’uso del termine moneta; vero è, infatti, che la BCE – nel rapporto *de quo* – afferma anche che “*scriptural money, or bank money, in euro and electronic money (e-money) in euro are not legal tender. Nevertheless, these forms of money are widely accepted for all kinds of payments by choice*”. Gli Autori rilevano – e tale posizione appare condivisibile – che riconoscere valore di moneta legale alla sola moneta fisica appare – allo stato – un concetto fondamentalmente superato, in quanto la moneta bancaria e quella elettronica, a seconda del contesto, hanno valore di mezzo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie assolutamente analogo a quello della moneta fisica.

<sup>55</sup> La conferma del *trend* è comprovata dall’emanazione della Direttiva (UE) n.843/2018, la c.d. V Direttiva AML. Cfr. G.L. GRECO, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 3, 2019, pp. 22 e ss., secondo cui l’emanazione della V Direttiva AML sancisce una regolamentazione per così dire “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 esclusivamente sul piano dell’antiriciclaggio; tra questi, in particolare, merita menzionare l’obbligo di individuare le operazioni sospette, al fine di evitare che i gruppi terroristici possano trasferire denaro verso il sistema finanziario o all’interno delle reti delle valute virtuali dissimulando i trasferimenti o beneficiando di un certo livello di anonimato su queste piattaforme (E. MONTANARI, *V Direttiva AML: le novità della consultazione del MEF*, 12/Aprile/2019, reperibile in <http://www.dirittobancario.it>). Secondo il *considerando* 8 della V Direttiva AML, quindi, grazie alle regole introdotte da quest’ultima, le Autorità competenti dovrebbero essere in grado di monitorare, attraverso i soggetti obbligati, l’uso delle valute virtuali (v. il Considerando 8 della V Direttiva AML: “è (...) di fondamentale importanza ampliare l’ambito di applicazione della direttiva (UE) 2015/849 in modo da includere i prestatori di servizi la cui attività consiste nella fornitura di servizi di cambio tra valute virtuali e valute legali e i prestatori di servizi di portafoglio digitale. Ai fini dell’antiriciclaggio e del contrasto del finanziamento del terrorismo (AML/CFT), 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”). Il legislatore europeo continua, invero, a sottrarre l’attività degli *exchanges* alla disciplina dei servizi di pagamento, ribadendo che le valute virtuali non devono essere confuse né con la moneta elettronica né, tantomeno, con il più ampio concetto di “fondi” di cui alla Direttiva (UE) 2015/2366, la c.d. PSD2, recepita nel nostro ordinamento con Decreto legislativo 15 dicembre 2017, n.218 (v. il Considerando 10 della

piano qualitativo a quello quantitativo<sup>56</sup> impedendo, comunque, di riconoscere alla criptovaluta la funzione di moneta legale; perché ciò avvenisse, occorrerebbe, invero, che un determinato contesto normativo ne definisse la legge di circolazione, il che – allo stato attuale – appare una contraddizione in termini tenuto conto dell’anarchia congenita alle stesse valute virtuali.

Un passo significativo, nell’ottica del riconoscimento del valore di moneta alla criptovaluta, è stato compiuto dalla Corte di giustizia UE, con la sentenza del 22 ottobre 2015 (in causa C-264/14, Skatteverket c/ David Hedqvist) la quale, con specifico riferimento alle *“operazioni relative a valute non tradizionali, vale a dire diverse dalle monete con valore liberatorio in uno o più paesi”*, statuisce che esse *“costituiscono operazioni finanziarie, in quanto tali valute siano state accettate*

---

Direttiva AML: *“... le valute virtuali non dovrebbero essere confuse con la moneta elettronica quale definita all’articolo 2, punto 2, della direttiva 2009/110/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, con il più ampio concetto di ‘fondi’ di cui all’articolo 4, punto 25, della direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio, con il valore monetario utilizzato per eseguire operazioni di pagamento di cui all’articolo 3, lettere k) e l), della direttiva (UE) 2015/2366, né con le valute di gioco che possono essere utilizzate esclusivamente all’interno di un determinato ambiente di gioco. Sebbene le valute virtuali possano essere spesso utilizzate come mezzo di pagamento, potrebbero essere usate anche per altri scopi e avere impiego più ampio, ad esempio come mezzo di scambio, di investimento, come prodotti di riserva di valore o essere utilizzate in casinò online. L’obiettivo della presente direttiva è coprire tutti i possibili usi delle valute virtuali”*). Sembrano, pertanto, abbandonate le iniziative comunitarie (cfr., ex plurimis, in 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>56</sup> Si discorre se il “valore solutorio” potenziale di una criptovaluta ampiamente diffusa possa realizzare la funzione monetaria in senso stretto. Sin da tempo risalente i giuristi hanno sottolineato la possibilità di una definizione “espansiva” della moneta; nota, in proposito, è la teoria di H. OLIPHANT, *The theory of money in the law of commercial instruments*, in *Yale Law Journal*, 1920, pp. 606 e ss.. Va sottolineato che, sotto questo profilo, le criptomonete hanno maggior attitudine rispetto alle monete complementari di assumere funzione monetaria vera e propria, a causa della espansività potenziale della loro diffusione rispetto alla circoscritta valenza territoriale delle seconde; sul punto cfr. M. MANCINI, *Valute virtuali e Bitcoin*, in *AGE*, 1/2015, pp. 124 e ss.. Va poi notato che la stessa BCE ha fatto leva sull’argomento dell’impatto diffusivo nel cambiare la definizione di moneta virtuale rispetto al precedente rapporto (uscito nell’ottobre 2012). Infatti, sottolinea la stessa BCE, *“it was considered necessary to amend the definition of virtual currency used in 2012 on several aspects. First, it should no longer contain the word “money”, since it has become clear that, even today, virtual currencies do not have the nature of a highly liquid asset and have not reached the level of acceptance commonly associated with money”*. La definizione adottata nel 2015 è dunque *“a digital representation of value, not issued by a central bank, credit institution or e-money institution, which, in some circumstances, can be used as an alternative to money”*.

dalle parti di una transazione quale mezzo di pagamento alternativo ai mezzi di pagamento legali e non abbiano altre finalità oltre a quella di un mezzo di pagamento".<sup>57</sup> Nella pronuncia *de qua*, pertanto, l'operazione di cambio da valuta virtuale a moneta legale è intesa alla stregua di un'operazione finanziaria di cambio tradizionale. Sebbene questo non comporti il venir meno della mancata riconducibilità della valuta virtuale alla moneta legale in senso stretto, nondimeno il significato è quello di un passo avanti verso l'equiparazione piena alla moneta in senso lato.<sup>58</sup>

A fronte della ricostruzione svolta – con sguardo scientemente proiettato al panorama internazionale – la risposta alla problematica *de qua*, offerta da un punto di vista puramente quantitativo, mi appare, invero, assai scontata: il *placet*, sostrato di circolazione della criptovaluta, è – allo stato attuale – estremamente limitato perché si possa parlare quantomeno di equivalenza (della valuta virtuale) alla moneta legale, nonostante i tentativi di apertura di cui si è detto.

L'indagine – preso atto dell'inopportunità di fermarsi al predetto livello (quantitativo) – converge, nuovamente, sul piano qualitativo. Nella letteratura giuridica corrente, la problematica concernente la capacità – o meno – della criptovaluta di invertere le funzioni monetarie (*id est*, mezzo di scambio, unità di conto e riserva di valore) si articola in due principali e contrastanti filoni di

---

<sup>57</sup> Cfr. G. LEMME e S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, cit., pp. 9 e ss..

<sup>58</sup> *Ibid.*, pp. 9 e ss., non mancano, a questo proposito, esempi di Paesi nei quali si sta andando nella direzione di una piena parificazione della criptovaluta alla moneta legale. In Giappone, il 22-05-2016, la Dieta ha approvato una legge che regola il pagamento in valute virtuali (<http://www.japantimes.co.jp/news/2016/05/25/business/diet-oks-bill-regulate-virtualcurrency-exchanges>), mentre negli Stati Uniti è recentissimo il caso di una pronuncia giudiziaria in base alla quale la valuta virtuale è moneta, e non una *commodity* (<http://www.reuters.com/article/us-jpmorgan-cyber-Bitcoin-idUSKCN11P2DE>).

pensiero:<sup>59</sup> da una parte,<sup>60</sup> c'è chi considera la criptovaluta una forma di investimento speculativo piuttosto che una moneta vera e propria; dall'altra,<sup>61</sup> invece, c'è chi pone l'accento sul ruolo di potenziale strumento di pagamento della valuta virtuale.

La prospettiva che si interroga in ordine alla possibilità di utilizzo della valuta virtuale come mezzo di scambio deve dirimere incidentalmente la *querelle* (già richiamata in apertura del presente scritto) relativa alla possibilità o meno di sussumere la valuta virtuale nel concetto di moneta. La problematica *de qua* è affrontata avendo specifico riguardo alla predetta teoria economica (o funzionale) della moneta:<sup>62</sup> moneta è ciò che inverte la funzione di mezzo di

<sup>59</sup> P. IEMMA e N. CUPPINI, *La qualificazione giuridica delle criptovalute cit.*, pp. 5 e ss., anche in ambito nazionale, la dottrina – proprio traendo le mosse dal documento della Banca d'Italia, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, del 30 gennaio 2015, con il quale l'Autorità di vigilanza definiva le valute virtuali come "*rappresentazioni digitali di valore, utilizzate come mezzo di scambio o detenute a scopo di investimento, che possono essere trasferite, archiviate e negoziate elettronicamente*", nonostante la stessa avesse avvertito, tuttavia, che l'impiego del lemma "valuta" era giustificato, esclusivamente, dalla riconduzione (generalmente accolta) della tematica *de qua* sotto tale denominazione, non volendo, pertanto, esprimere alcun giudizio sulla natura di tali strumenti – ha percorso due sentieri al fine inquadrare giuridicamente il fenomeno delle criptovalute: un primo, che tende a valorizzare l'utilizzabilità delle criptovalute come mezzo di pagamento, e un secondo che analizza il fenomeno dalla prospettiva dell'investitore, tenendo conto dello scopo di investimento che può caratterizzare l'operatività in valute virtuali.

<sup>60</sup> Cfr., *ex multis*, anche F.R. VELDE, *Bitcoin: a primer*, Chicago Fed Letters n.317, in *The Federal Reserve Bank of Chicago*, 2013; B.P. HANLEY, *The False Premises and Promises of Bitcoin*, in *Cornell University Library*, 2014; D. YERMACK, *Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal*, NBER Working Paper n.19747, in National Bureau of Economic Research, 2014; M.T. WILLIAMS, *Virtual Currencies – Bitcoin Risk*, Paper presented at the World Bank Conference, Washington, D.C., 2014.

<sup>61</sup> Cfr., *ex multis*, anche N.A. PLASSARAS, *Regulating Digital Currencies: Bringing Bitcoin within the Reach of the IMF*, in *Chicago Journal of International Law* 14 (1), 2013, pp. 377-407; W.J. LUTHER and L.H. WHITE, *Can Bitcoin Become a Major Currency?*, GMU Working Paper in Economics 14-17, George Mason University, 2014; D. FOLKINSHTEYN - M. LENNON - T. REILLY, *The Bitcoin Mirage: An Oasis of Financial Remittance*, in *Journal of Strategic and International Studies* 10, 2015, pp. 118-124.

<sup>62</sup> La questione filtrata nell'ottica della teoria statalista della moneta – secondo la quale è lo Stato sovrano che crea la moneta sotto la sua autorità, attribuendole il potere liberatorio delle obbligazioni pecuniarie (corso legale) e l'impossibilità per il creditore di rifiutarla come mezzo di pagamento (corso forzoso) – è stata eviscerata e risolta poc'anzi rilevando la lapalissiana carenza, allo stato, di potere liberatorio *ipso iure* della criptovaluta. Cfr., sul punto, 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, febbraio 2017, p. 7; N. VARDI, *"Criptovalute" e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin*, in *Diritto dell'Informazione e dell'informatica (II)*, fasc. 3, giugno 2015, p. 443; G. GASPARRI,

pagamento, riserva di valore e unità di conto. La criptovaluta, attualmente, non è in grado di realizzare nessuna delle funzioni *de quibus*;<sup>63</sup> quella di strumento di pagamento è ostacolata dall'*impasse* dell'esternalità di rete, quella di riserva di valore è corrosa dall'alta volatilità (della criptovaluta) e, infine, la commistione dei summenzionati impedimenti ne inibisce l'utilizzo come unità di conto<sup>64</sup> (a fronte dell'impossibilità di fare affidamento sul relativo potere di acquisto). Allo stato, quindi, la criptovaluta non integra né una "valuta" (legale) né una moneta (in quanto non inverte le funzioni della moneta secondo la teoria economica)<sup>65</sup> e, pertanto, sarebbe solo un'entità criptata. Le predette considerazioni inducono parte della dottrina – con posizioni ampiamente condivisibili – ad escludere che alla valuta virtuale (*recte*, alla valuta diversa)<sup>66</sup> sia applicabile la normativa in materia di servizi di pagamento e, *de relato*, ad interrogarsi se la stessa possa rientrare nella nozione di "strumento di pagamento" di cui all'art. 1, comma 1, lett. s) del D.Lgs. n.11/2010,<sup>67</sup> riscontrando, allora, una possibile obiezione tanto

---

*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), fasc. 3, 2015, p. 415.

<sup>63</sup> G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del Bitcoin*, cit. BCE, "Virtual Currency Schemes - A Further Analysis", February 2015; diversamente orientato, N. VARDI, "Criptovalute" e dintorni, cit., secondo cui "In considerazione dell'uso che viene fatto dei Bitcoin (ma anche delle monete virtuali appartenenti agli altri due schemi), ovvero lo scambio tra 'unità monetaria' e beni o servizi virtuali o reali si può pacificamente affermare che le prime due tradizionali funzioni della moneta siano rinvenibili anche nelle monete virtuali. Più sorprendente, è invece il fatto che la terza funzione, ovvero quella di riserva di valore, non solo sia riscontrabile, ma sia anche quella che ha destato maggiori preoccupazioni, anche considerando che lo strumento di riserva di valore si avvicina e spesso si sovrappone allo 'strumento di investimento', questo sì molto spesso oggetto di minuziosa attenzione da parte dei legislatori". Nello stesso senso R. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale*, cit., pp. 27 e ss., per il quale "l'esclusione della funzione valutaria [n.d.r. vale a dire, la mancanza del corso legale] non esclude del tutto che si possano rinvenire, nelle monete virtuali, le funzioni che la teoria economica ravvisa in tutte le monete".

<sup>64</sup> Cfr. G. LEMME e S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, cit., p. 17 e ss.; P. IEMMA e N. CUPPINI, *La qualificazione giuridica delle criptovalute*, cit., pp. 7 e ss..

<sup>65</sup> A diverse conclusioni giungono gli Autori che condividono una terza tesi, ovvero la c.d. teoria sociale, secondo la quale la moneta sarebbe un fenomeno sociale poiché direttamente riconducibile alla volontà delle parti, libere di stabilire come disciplinare le proprie transazioni. In tal senso, "bitcoin [criptovaluta eponima, dovrebbe] considerarsi moneta, seppure non avente corso legale" (M. PASSARETTA, *Bitcoin: il leading case italiano*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc. 4, 2014, p. 471).

<sup>66</sup> Cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *I Bitcoin*, cit., pp. 3 e ss..

<sup>67</sup> Definiti come "qualsiasi dispositivo personalizzato e/o insieme di procedure concordate tra

nell'“interpretazione corrente della direttiva sui servizi di pagamento che ne limita la portata ai soli pagamenti denominati in moneta legale”,<sup>68</sup> quanto nella nozione di “fondi” fornita dalla *Payment Services Directive* (Direttiva UE 2015/2366, c.d. PSD 2) che si riferisce esclusivamente alle “banconote e monete, moneta scritturale o moneta elettronica quale definita all'articolo 2, punto 2), della direttiva 2009/110/CE”.<sup>69</sup> In ogni caso, e a prescindere dagli aspetti definitori, la carenza congenita di alcuna forma di intermediazione nelle transazioni in criptovalute impedisce di individuare un soggetto responsabile per l'esecuzione degli ordini di pagamento trasmessi dai partecipanti alla rete cui attribuire il ruolo di “prestatore di servizi di pagamento”. L'impossibilità di attribuire alle criptovalute lo status di moneta (*recte*, moneta legale) conduce, pertanto, ad escludere anche che le stesse possano essere intese alla stregua di “mezzi di pagamento in valuta” ai fini dell'art. 17-bis, comma 1, del D.Lgs. n.141/2010, che riserva l'attività di negoziazione a pronti su detti strumenti ai cambiavalute.<sup>70</sup> Tale conclusione trova conferma nel *modus operandi* del legislatore nazionale, che ha ritenuto necessario introdurre uno specifico comma (il nuovo comma 8-bis) all'art. 17-bis summenzionato per disciplinare l'operatività in valute virtuali, distinte dalle valute legali anche in base al nuovo art. 1, comma 2, lett. qq) del D.Lgs. n.231/2007 (c.d. Decreto Antiriciclaggio), inserito dal D.Lgs. n.90/2017,<sup>71</sup> che le definisce come “la rappresentazione

---

*l'utilizzatore e il prestatore di servizi di pagamento e di cui l'utilizzatore di servizi di pagamento si avvale per impartire un ordine di pagamento”.*

<sup>68</sup> R. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale*, cit., pp. 27 e ss..

<sup>69</sup> Cfr. P. IEMMA e N. CUPPINI, *La qualificazione giuridica delle criptovalute*, cit., p. 7, nt. 22, secondo la Corte di giustizia, “le valute virtuali sono diverse dalla moneta elettronica come definita dalla direttiva 2009/110/CE (...), in quanto, a differenza di tale moneta, nel caso delle valute virtuali i fondi non sono espressi nell'unità di calcolo tradizionale, ad esempio in euro, ma nell'unità di calcolo virtuale, ad esempio il ‘bitcoin’” (Corte di giustizia dell'Unione europea, Sez. V, sent. 22/10/2015, n.264/14). Al riguardo cfr. anche A. CAPOGNA, et al., *Bitcoin: profili giuridici e comparatistici. Analisi e sviluppi futuri di un fenomeno in evoluzione*, in *Diritto mercato tecnologia*, 3, 2015, pp. 32-74, secondo cui “appare evidente come sia estranea al meccanismo di funzionamento del bitcoin l'esistenza di un terzo garante, che, secondo la definizione di moneta elettronica, a seguito di un deposito di fondi, diviene debitore-garante dell'utilizzatore del dispositivo elettronico stesso”.

<sup>70</sup> *Ibid.*, p. 8.

<sup>71</sup> M. PASSARETTA, *Il primo intervento del Legislatore italiano in materia di valute virtuali*, in *Le*



*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 mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente*";<sup>72</sup> in base al nuovo comma 8-bis del citato art. 17-bis del D.Lgs. n.141/2010 i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali sono tenuti all'iscrizione in una sezione speciale del registro dei cambiavalute.<sup>73</sup> È evidente, quindi, che qualora il legislatore avesse considerato le criptovalute come *"mezzi di pagamento in valuta"*, la negoziazione a pronti delle medesime sarebbe stata riservata di per sé ai cambiavalute e soggetta, tra l'altro, alla normativa antiriciclaggio applicabile a questi ultimi,<sup>74</sup> senza la necessità alcuna

---

*Nuove Leggi Civili Commentate*, 2018, n.5, pp. 1188 e ss., tra le molteplici novità introdotte dal D.Lgs. n.90/17, il legislatore italiano, al fine di combattere il fenomeno del riciclaggio attuato con valuta virtuale, ha inteso sottoporre ad un controllo più stringente i cambiavalute virtuali, che offrono il servizio di conversione di valuta virtuale in moneta legale e viceversa. L'art. 1 del D.Lgs. n.90/2017, più in particolare, equipara i cambiavalute virtuali agli operatori non finanziari (cfr. art. 3, comma 5, lett. i, D.Lgs. n.231/07, così come modificato dall'art. 1, D.Lgs. n.90/2017), che sono comunque tenuti all'iscrizione presso il registro degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi, gestito dall'Organismo di vigilanza previsto dall'art. 128-undecies, del T.U.B., ossia l'OAM (Organismo degli agenti e dei mediatori). L'art. 8 del D.Lgs. n.90/2017, così, modifica anche il D.Lgs. 13 agosto 2010, n.141, introducendo all'art. 17-bis il comma 8-bis, secondo cui gli obblighi (anche di iscrizione presso il registro degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi) sono estesi ai prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale di cui all'art. 1, comma 2, lett. ff) del D.Lgs. n.231/2007. Pertanto, le piattaforme di cambio sono ora tenute a comunicare all'Autorità di vigilanza preposta le operazioni "sospette". Tali operatori, dunque, devono procedere a identificare la clientela, con riferimento alle operazioni di cambio da valuta virtuale a moneta legale e viceversa; gli obblighi *de quibus*, sebbene la norma non lo preveda espressamente, andrebbero, inoltre, applicati anche alle piattaforme multimediali di scambio nonché ai gestori di portafogli elettronici.

<sup>72</sup> *Ibid.*, pp. 1177 e ss., si condivide con l'Autore il rilievo dell'inopportunità dell'espressione "valuta virtuale" utilizzata. Per valuta, infatti, deve intendersi esclusivamente la moneta avente corso legale, ossia la moneta per la quale lo Stato imprime il corso forzoso, da cui deriva un obbligo di accettazione del creditore a pena di sanzione ex art. 693 c.p.. Pertanto, alla valuta, in funzione di pagamento, è legalmente attribuito un potere liberatorio dai debiti di somma di danaro (art. 1277 c.c.). Al contrario, ciò che il legislatore ha definito come valute virtuali non costituisce la rappresentazione in forma digitale delle comuni valute aventi corso legale (euro, dollaro, ecc.), poiché accettate solo su base consensuale.

<sup>73</sup> Definiti dall'art. 1, comma 2, lett. f) del D.Lgs. n.231/2007 come *"ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale"*.

<sup>74</sup> Cfr. P. IEMMA e N. CUPPINI, *La qualificazione giuridica delle criptovalute*, cit., 8 nt. 24, ai fini degli obblighi in materia antiriciclaggio, in particolare, si rileva che i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali rientrano nella categoria degli "altri operatori non finanziari" di cui al D.Lgs. n.231/2007, *"limitatamente allo svolgimento dell'attività di conversione di valute virtuali da ovvero in valute aventi corso forzoso"*.

di inserire una disposizione *ad hoc* nel quadro normativo in vigore al fine di regolamentare il fenomeno sotto questo aspetto.<sup>75</sup>

<sup>75</sup> Si deve anche dare atto di alcuni ulteriori tentativi, perseguiti dalla dottrina, di qualificare i *bitcoin* – e la criptovaluta in generale – come bene giuridico ex art. 810 c.c. o come documento informatico ai sensi del D.Lgs. n.82/2005 (c.d. Codice dell'amministrazione digitale); cfr., *ex multis*, G. MICCOLI, *Digital economy: Le multinazionali digitali e i nuovi modelli di business*, PM edizioni, 2016, p. 230; nonché, G. RINALDI, *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptomonete*, *cit.*, pp. 291 e ss.. Il principale ostacolo, rispetto alla prima riconduzione, è rappresentato dalla concezione tradizionalmente corporale legata al lemma "cosa" di cui all'art. 810 c.c. (cfr., *ex multis*, V. ZENO-ZENCOVICH, voce *Cosa*, in *Dig. Disc. Priv. Sez. Civ.*, IV, Torino, 1989, pp. 452 e ss.). Secondo tale consolidata interpretazione, le entità immateriali non rientrano nel novero delle "cose" in quanto, appunto, prive del requisito della corporeità. Di conseguenza, i diritti di esclusiva (tra cui anche il diritto di proprietà) sulle entità diverse dalle "cose" sono regolati da un sistema sostanzialmente tipico (cfr. A. GAMBARO, *Trattato dei diritti reali*, Milano, 2010, pp. 68 e ss.): il riconoscimento di tali diritti rimane subordinato ad un'esplicita attribuzione da parte dell'ordinamento. Ne discende, come logico corollario, che un'entità o risorsa incorporale può essere qualificata come "bene" in senso giuridico soltanto in presenza di una positiva statuizione normativa e non, semplicemente, sulla base del riferimento all'art. 810 c.c. (i beni immateriali "costituiscono un *numerus clausus*, essendo tali solo quelli tutelati *erga omnes* dalla legge": C. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Firenze, 2000, p. 193). Altra parte della dottrina, seppur minoritaria, ritiene che il concetto di "cosa" vada inteso sia in senso naturalistico che giuridico. Ciò significherebbe che non sono "cose" soltanto le entità che sono parte del mondo esteriore e sensibile, ma pure "tutto ciò che ha vita unicamente nel mondo dello spirito, come la creazione inventiva e l'idea dell'opera artistica o tecnica (*res incorporales*, o beni immateriali)", cfr. A. TRABUCCHI, *Istituzioni di diritto civile*, Padova, 2007, p. 528. Ultimamente, in tempi molto recenti e con riferimento alla figura del derivato, si è autorevolmente indagata la questione concernente la possibilità, nell'esercizio dell'autonomia privata, di ampliare il catalogo dei beni, creandone di nuovi. In particolare, è stato rilevato come in taluni contesti, caratterizzati e conformati dal ruolo svolto dal mercato, il concetto di "valore" (inteso quale riconoscimento qualitativo e quantitativo effettuato dal mercato con riferimento ad una determinata utilità) finisca per oggettivizzarsi, diventando, esso stesso, un bene tutelabile proprio in virtù del summenzionato riconoscimento (cfr., C. ANGELICI, *Alla ricerca del "derivato"*, Milano, 2016, pp. 24 e ss.). In questa prospettiva, allora, il giudizio di meritevolezza svolto dall'ordinamento con riferimento a tali attività non può non tener conto della valutazione che ne fornisce il mercato. Trasponendo tali considerazioni alla materia ivi oggetto di indagine, si comprendono appieno le perplessità manifestate dalla dottrina che si è interrogata intorno alla riconducibilità della criptovaluta alla categoria del bene giuridico. Infatti, seguendo la (condivisibile) impostazione tradizionale per la quale i beni immateriali costituiscono un *numerus clausus*, si è inevitabilmente portati a concludere che le criptomonete non possano essere ricomprese in tale categoria. Viceversa, qualora si acceda a una lettura dell'art. 810 c.c. più aperta e maggiormente sensibile all'ingresso nell'ordinamento nazionale delle nuove forme di ricchezza, potrebbe pervenirsi a un risultato opposto, dal momento che le criptovalute sono indubbiamente connotate tanto dei requisiti della utilità e scarsità, quanto di un valore riconosciuto dal mercato. Cfr., sul punto, A. CAPOGNA, *et al.*, *Bitcoin*, *cit.*, pp. 32 e ss.; R. VIGORITA e F. ILACQUA, *Profili giuridici del Bitcoin: la moneta diventa digitale*, reperibile in <http://www.iurisprudentes.it>; nonché relativamente alle problematiche interconnesse alla circolazione dei prodotti e degli strumenti finanziari derivati, L. PICARDI, *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*, in *Banca Borsa tit. cred.* 2006, pp. 335 e ss.; F. CAPRIGLIONE, *I prodotti "derivati": strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca Borsa tit. cred.* 1995, pp. 359 e ss.. D'altro canto, neppure l'assimilazione del *bitcoin* alla nozione di "documento

Ci si chiede, infine, se la criptovaluta possa essere valorizzata nel ruolo di investimento speculativo. La scelta operata da molti investitori di acquistare moneta virtuale per lucrare profitto dalle fluttuazioni del tasso di cambio rispetto alla moneta legale (sfruttando, in pratica, a proprio favore la volatilità congenita delle criptovalute) ha indotto parte della dottrina a chiedersi se le valute virtuali possano intendersi alla stregua di *“strumenti finanziari”* o, in una prospettiva più ampia, (di) *“prodotti finanziari”*.

In ordine alla riconducibilità – della criptovaluta – alla categoria giuridica degli strumenti finanziari, funzione dirimente (dell'interrogativo *de quo*) assume il disposto dell'art. 1, comma 2, del D.Lgs. n.58/1998 (Testo Unico della Finanza), a tenore del quale *“gli strumenti di pagamento non sono strumenti finanziari”*, sicché la valuta virtuale – (qualora dovesse intendersi come mezzo di scambio) alla stregua della moneta legale – sfuggirebbe a tale categoria e, conseguentemente, alla disciplina legale in materia di prestazione di servizi e attività di investimento.<sup>76</sup>

---

informatico” ai sensi del Codice dell'amministrazione digitale sarebbe fondata, in quanto concernente un concetto del tutto distinto. L'art. 1, co. 1, lett. p) del D.Lgs. n.82/2005 descrive il documento informatico come *“la rappresentazione informatica di atti, fatti o dati giuridicamente rilevanti”*, ossia, come qualcosa che non ha valore in sé, ma solo in collegamento con l'atto, il fatto o il dato giuridicamente rilevante di cui fornisce una rappresentazione. Come evidenziato in dottrina, *“nel caso del bitcoin [e della valuta virtuale in generale], invece, lo script digitale che lo costituisce non rappresenta alcunché, ma risulta essere un valore e come tale spendibile per la soddisfazione di interessi del proprietario dello stesso”*; A. CAPOGNA, et al., *Bitcoin*, cit., pp. 32 e ss.. *Contra* R. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale*, cit., pp. 27 e ss., secondo cui *“il Bitcoin potrebbe essere (...) agevolmente inquadrato alla stessa stregua di un documento informatico – ormai provvisto di un suo valore di uso e di scambio per effetto del discusso consenso sociale all'accettazione quale mezzo di pagamento – recante dati ed informazioni giuridicamente rilevanti e sottoscritto da una progressione di firme elettroniche attestanti, con una sorta di catena di diritti, l'avvenuta validazione della propria altrui legittimazione al perfezionamento di una certa transazione”*.

<sup>76</sup> È noto, infatti, che gli strumenti finanziari sono tipici ed appartengono ad una categoria tendenzialmente chiusa (*id est*, tipizzata dal legislatore e che può essere “allargata” dal MEF secondo quanto previsto dagli artt. 2-bis e 18, comma 5, del TUF). Oltre alla pacifica impossibilità di ricondurre la criptovaluta nell'alveo dei valori mobiliari, degli strumenti del mercato monetario e delle quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio, giova rimarcare in questa sede come sia destinato ad un sicuro insuccesso anche il tentativo di considerarla alla stregua di un derivato finanziario: la valuta virtuale, infatti, non è un contratto su un attivo sottostante, bensì un sottostante. Come osservato da attenta dottrina, *“sono dunque ben ipotizzabili derivati aventi bitcoin [e la stessa criptovaluta in generale] come variabile di riferimento (dai contracts for difference alle opzioni binarie, dai currency futures agli swaps su valute), ma il bitcoin viene*

Tale conclusione, accolta dalla dottrina maggioritaria, si scontra con il dettame della sentenza n.195/2017 del Tribunale di Verona,<sup>77</sup> che sussume la valuta virtuale nella categoria degli strumenti finanziari facendo leva sul disposto dell'art. 67-ter, comma 1, lett. b) del D.Lgs. n.206/2005 (Codice del Consumo) che per "servizio finanziario" intende "qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, di pagamento, di investimento, di assicurazione o di previdenza individuale"; l'interpretazione offerta dal Tribunale di Verona – giustificata dall'esigenza di applicare (nel caso di specie) la tutela del Codice del Consumo – è priva di alcun fondamento logico-giuridico.

Più plausibile sembrerebbe, invece, la riconduzione della valuta virtuale nella categoria dei "prodotti finanziari", descritti dall'art. 1, comma 1, lett. u) del TUF come "gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria (...)".

Secondo tale definizione, il *genus* dei prodotti finanziari integra la somma di due sottocategorie, una relativa agli strumenti finanziari, tendenzialmente "chiusa" e rappresentata dagli strumenti tipizzati dal legislatore nell'art. 1, comma 2, del TUF, e l'altra relativa ad "ogni altra forma di investimento di natura finanziaria", di carattere "aperto" e destinata ad essere di volta in volta precisata attraverso un'opera di interpretazione e analisi del caso concreto.<sup>78</sup>

Come la CONSOB ha già avuto modo di chiarire, rientrano in quest'ultima sottocategoria le proposte di investimento che cumulano la presenza di tre

---

attratto nell'orbita della regolamentazione dei derivati solo al limitato effetto di relativo underlying asset" (G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del Bitcoin*, cit., pp. 415 e ss.).

<sup>77</sup> Tribunale di Verona, 24 gennaio 2017, n.195 – reperibile in <http://pluris-cedam.utetgiuridica.it> – è la prima sentenza italiana che ha affrontato la questione giuridica riguardante l'acquisto di valuta virtuale – nella specie, *bitcoin* – mediante una società promotrice finanziaria di una piattaforma di *crowdfunding*. I giudici, in punto di qualificazione del rapporto, hanno – nel caso di specie – ritenuto che fosse integrata la prestazione di un "servizio finanziario" ai sensi del D.Lgs. n.206/2005. La criptovaluta, in particolare, sarebbe "uno strumento finanziario utilizzato per compiere una serie di particolari forme di transazioni online costituito da una moneta che può essere coniata da qualunque utente ed è sfruttabile per compiere transazioni, possibili grazie ad un software open source e ad una rete peer-to-peer".

<sup>78</sup> Cfr. P. IEMMA e N. CUPPINI, *La qualificazione giuridica delle criptovalute*, cit., p. 11.

elementi: (a) impiego di capitale; (b) aspettativa di rendimento di natura finanziaria; e (c) assunzione di un rischio direttamente correlato e connesso all'impiego di capitale. Secondo l'Autorità di Vigilanza, in particolare, si è in presenza di un "*investimento di natura finanziaria*" ogniqualvolta il risparmiatore impieghi il proprio denaro con un'aspettativa di profitto, mentre si è in presenza di un "*investimento di consumo*" quando la spesa è finalizzata al godimento del bene (ossia, è volta a trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta i bisogni non finanziari del risparmiatore). A parere della CONSOB "*per configurare un investimento di natura finanziaria, non è sufficiente che vi sia accrescimento delle disponibilità patrimoniali dell'acquirente (cosa che potrebbe realizzarsi attraverso talune modalità di godimento del bene come ad esempio con la rivendita del diamante) ma è necessario che l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa*".<sup>79</sup> Ciò che rileva, quindi, è l'effettiva e predeterminata promessa, all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale, di un rendimento collegato al bene; ne deriva che, qualora l'acquisto della criptovaluta dovesse assumere la funzione di "*investimento di natura finanziaria*" nei termini sopra esposti, la causa concreta dell'acquisto – e quindi del rapporto contrattuale instaurato tra il venditore e il compratore della valuta virtuale – potrebbe determinare l'attrazione della stessa nella nozione di "*prodotto finanziario*" ex art. 1, comma 1, lett. u) del TUF (con tutte le conseguenze che ne derivano in punto di disciplina applicabile).

Nonostante la vicinanza della criptovaluta – valorizzata nella sua funzione di investimento – alla fattispecie giuridica del prodotto finanziario risulta, allo stato, improbabile definire la natura giuridica della valuta virtuale prescindendo dalla considerazione delle caratteristiche che la stessa riveste nel caso concreto.

---

<sup>79</sup> Comunicazione CONSOB n.DTC/13038246 del 6 maggio 2013. In tal senso cfr. anche le Comunicazioni CONSOB nn. DAL/97006082 del 10 luglio 1997; DIS/98082979 del 22 ottobre 1998; DIS/99006197 del 28 gennaio 1999; DIS/36167 del 12 maggio 2000; DIN/82717 7 novembre 2000; DEM/1043775 del 1° giugno 2001; DTC/13038246 del 6 maggio 2013.

#### 4. La criptovaluta: conferimento in denaro o in natura?

Al termine della ricostruzione svolta può dunque fornirsi un tentativo di risposta al quesito in epigrafe, proprio alla luce delle considerazioni spese durante il “nostro” percorso.

La lettura offerta nel presente lavoro – che esclude la confusione tra la moneta e la criptovaluta e, *de relato*, la possibilità di quest’ultima di integrare la fattispecie del conferimento in denaro (in specie, ex art. 2464 c.c.)<sup>80</sup> – mette in luce gli aspetti di contraddittorietà del provvedimento (decreto n.26/2018) della Corte di Appello di Brescia che risponde positivamente all’interrogativo circa la riconducibilità della valuta virtuale nella fattispecie monetaria.<sup>81</sup>

Particolarmente, il Giudice *a quo* realizza un’assimilazione della moneta alla criptovaluta sul piano funzionale;<sup>82</sup> quest’ultima, invero, servirebbe “... *come l'Euro, per fare acquisti, sia pure non universalmente ma in un mercato limitato, ed in tale ambito opera [recte, opererebbe n.d.r.] quale marcatore (cioè quale*

<sup>80</sup> Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società, cit.*, pp. 569-571, per la notazione che la riforma del 2003 ha decisamente semplificato la disciplina precedente dei conferimenti nella società a responsabilità limitata la quale, invero, aderiva alle regole statuite per i conferimenti nella società per azioni. L’attuale principio base è che, come nelle società di persone, anche nella società a responsabilità limitata “*possono essere conferiti tutti gli elementi dell’attivo suscettibili di valutazione economica*” (art. 2464, comma 2, c.c.). Di regola, però, se l’atto costitutivo non dispone diversamente, i conferimenti devono farsi in denaro. Con particolare riferimento ai conferimenti in denaro, si prevede che il versamento presso una banca del 25% dei conferimenti in denaro e dell’intero sovrapprezzo (o dell’intero ammontare se si tratta di società unipersonale) possa essere sostituito dalla stipula di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria (art. 2464, comma 4, c.c.), salvo il diritto del socio di sostituire in ogni momento la polizza o la fideiussione con il versamento dell’importo corrispondente in denaro.

<sup>81</sup> Per una più approfondita disamina delle problematiche legate all’assimilazione della criptovaluta alla moneta e sulle prospettive di utilizzo presente e futuro delle prime, cfr., *ex plurimis*, E. GIRINO, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *Rivista di Diritto Bancario Rassegna di Dottrina e Giurisprudenza Commentata*, n.10/2018; V. DE STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale, cit.*, pp. 756 e ss.; N. VARDI, “*Criptovalute*” e dintorni: *alcune considerazioni sulla natura giuridica dei Bitcoin*, in *Diritto Informazione e Informatica*, 2015, p. 445; G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del Bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, *ibidem*, p. 430; M. AMATO e L. FANTACCI, *Per un pugno di bitcoin*, Milano, 2015, p. 22; G. MICCOLI, *Digital economy: Le multinazionali digitali e i nuovi modelli di business*, PM edizioni, 2016, p. 230.

<sup>82</sup> Per una più approfondita disamina intorno all’interrogativo concernente il potenziale ruolo di strumento di pagamento della criptovaluta cfr., *ex multis*, anche N.A. PLASSARAS, *Regulating Digital Currencies: Bringing Bitcoin within the Reach of the IMF, cit.*, pp. 377 e ss.; D. FOLKINSHTEYN - M. LENNON - T. REILLY, *The Bitcoin Mirage: An Oasis of Financial Remittance, cit.*, pp. 118 e ss..

contropartita), in termini di valore di scambio, dei beni, servizi, o altre utilità ivi oggetto di contrattazione. La 'criptovaluta' è [recte, sarebbe n.d.r.] quindi da considerarsi, a tutti gli effetti, come moneta, e cioè quale mezzo di scambio nella contrattazione in un dato mercato, atto ad attribuir valore, quale contropartita di scambio, ai beni e servizi, o altre utilità, ivi negoziati". Corollario logico della configurazione de qua sarebbe, pertanto, l'inoperatività della procedura ex comb. disp. artt. 2464-2465 c.c., riguardante i conferimenti in natura.<sup>83</sup>

L'interpretazione suggerita, e facente leva (in specie) sull'impropria terminologia adoperata negli atti endosocietari (la Corte asserisce che, in sede assembleare, si è affermato che "(...) [i.e. l'entità conferita nel caso di specie n.d.r.] è una tipologia di moneta 'virtuale', meglio conosciuta come 'criptovaluta', utilizzata come 'moneta' alternativa a quella tradizionale avente corso legale emessa da una Autorità monetaria"),<sup>84</sup> in spregio della compatta posizione e della dottrina e del legislatore,<sup>85</sup> corregge il tiro esaltando la criptovaluta nella

<sup>83</sup> Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società, cit.*, pp. 570-571, la riforma del 2003 investe, semplificandola, anche la disciplina dei conferimenti in natura in S.r.L.; resta fermo il vincolo che gli stessi devono essere interamente liberati al momento della sottoscrizione, tuttavia non è necessario che l'esperto chiamato ad effettuare la valutazione sia designato dal Tribunale, essendo sufficiente che si tratti di un revisore o di una società di revisione iscritti nell'apposito registro (art. 2465 c.c.). Non è, inoltre, espressamente prevista alcuna revisione della stima, che però è certamente doverosa per gli amministratori. Cfr., altresì, G.B. PORTALE, *La mancata attuazione del conferimento in natura*, in *Trattato Colombo-Portale*, vol. I, tomo 3, 2004; *ibid.*, in *Corriere giuridico*, 2003, f. 12; M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella 'nuova' società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 2004, pp. 686 e ss., tutti ritenendo che il socio debba compensare in denaro le minusvalenze accertate; F. DI GIROLAMO, *I conferimenti nelle società per azioni. Acquisti "pericolosi". Prestazioni accessorie*, in *Il Codice Civile. Commentario*, 2015, pp. 313 e ss.; nonché G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Schlesinger*, tomo 1 (artt. 2462-2474), tomo 2 (artt. 2475-2483), 2010, p. 356, che in caso di minusvalenza applicherebbe analogicamente i rimedi previsti dall'art. 2343, comma 4, c.c..

<sup>84</sup> La Corte realizza, invero, anche un'assimilazione della criptovaluta ai beni mobili sul piano strutturale laddove statuisce che "la 'criptovaluta' deve essere assimilata, sul piano funzionale, al denaro, anche se, strutturalmente, presenta caratteristiche proprie dei beni mobili"; valgono, in funzione destrutturante di tale lettura offerta, le considerazioni spese a p. 20 nt. 70 del presente lavoro laddove si argomenta la preclusione giuridica di ricondurre la criptovaluta alla categoria giuridica disciplinata dall'art. 810 c.c..

<sup>85</sup> Cfr., *ex plurimis*, A. PISANI MASSAMORMILE, *I Bitcoin, cit.*, pp. 6 e ss.; P. IEMMA e N. CUPPINI, *La qualificazione giuridica delle criptovalute, cit.*, pp. 7 e ss.; M. KROGH, *L'aumento di capitale nelle S.r.L., cit.*, pp. 672 e ss.; V. DE STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale, cit.*, pp. 756 e ss..

(propria) veste di moneta contrattuale riconducendo l'impossibilità (della valuta virtuale) di rappresentare, in genere, elemento conferibile all'affezione dell'esternalità di rete<sup>86</sup> che, *de relato*, inibisce l'attribuzione di un valore economico effettivo alla medesima. La Corte d'Appello, in pratica, si avviluppa intorno al groviglio teorico tale per cui l'effettività del valore della valuta virtuale resta indeterminabile a fronte della configurazione della stessa come moneta (*recte*, moneta contrattuale) e, di conseguenza, in considerazione dell'impossibilità di determinarlo in virtù della procedura *ex comb. disp.* artt. 2464-2465 c.c. riservata ai conferimenti in natura.

La prospettazione della Corte, dunque, percepisce solo *a latere* la *querelle de qua*, sicché la criptovaluta – come abbiamo visto – in tanto è moneta contrattuale in quanto non è moneta (legale).

Proprio il riferimento all'effettività del valore economico dell'elemento conferibile<sup>87</sup> disvela il tentativo – realizzato dal Tribunale di Brescia con decreto

<sup>86</sup> Cfr. G. LEMME e S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, cit., pp. 17 e ss., gli incentivi per gli attori del mercato all'utilizzo della criptovaluta come mezzo di scambio dipendono in gran parte dal numero di utenti esistenti, ovvero dal numero di venditori e consumatori di beni e servizi che adoperano la valuta virtuale per le loro transazioni. I consumatori saranno meno inclini a procurarsi criptovaluta e dotarsi dei necessari strumenti se sono pochi i venditori/fornitori ad accettarla e i venditori/fornitori saranno meno inclini ad accettarla e a dotarsi dei necessari strumenti se sono pochi i consumatori a volerla adoperare nelle transazioni. Questa situazione di interdipendenza di utilità viene comunemente detta esternalità o economia di rete; perché la criptovaluta possa diventare una valuta globale di scambio il sistema deve superare l'*impasse* tipico dell'esternalità di rete: i consumatori devono convincersi a usarla e i venditori/fornitori ad accettarla come strumento di pagamento consueto e ordinario. Si ritiene pertanto che il *bitcoin* (quale criptovaluta eponima) non riesca a diventare mezzo globale di scambio proprio a causa dell'esternalità di rete: il fatto che gli utenti siano per quanto in crescita comunque pochi fa sì che sia ancora un mezzo di scambio limitato, utilizzato per un numero di transazioni giornaliera insignificante a volerlo comparare ai 295 milioni di pagamenti giornalieri effettuati in valuta standard solo in Europa (*EBA Opinion on "virtual currencies"*; EBA/Op/2014/08, European Banking Authority). Secondo *Blockchain*, l'uso dei *bitcoin* (e delle criptovalute in generale) cresce all'aumentare dei venditori che l'accettano come strumento di pagamento. Quindi la scarsa penetrazione dello stesso nell'attuale mercato delle transazioni a livello globale non deve necessariamente essere letta come impossibilità intrinseca per la valuta di diventare mezzo di scambio globale in futuro. Non bisogna dimenticare che il *bitcoin* è una moneta relativamente nuova, pertanto è normale che ci sia bisogno di tempo perché venga adottata in un più ampio contesto. Pertanto, se è vero che l'esternalità di rete nel breve periodo può inibire l'uso di della criptovaluta come valuta standard globale è anche vero che nel lungo termine tale peculiarità potrebbe addirittura annullarsi col progressivo ampliarsi della base di utenti.

<sup>87</sup> Cfr. V. CRISTINI e G. AMATO, *L'idoneità delle criptovalute a costituire oggetto di conferimento*



n.7556/2018 – di riscontrare nel conferimento in valuta virtuale la fattispecie del conferimento in natura. L'effettivo valore del conferimento in criptovaluta<sup>88</sup> è,

*in società: i primi approcci della giurisprudenza tra timide aperture e cauta diffidenza, cit.*, pp. 7-8, gli Autori rilevano che anche il Tribunale e la Corte d'Appello di Brescia – nei decreti *de quibus* – a suffragio della legittimità del rifiuto opposto dal notaio all'iscrizione della delibera di aumento del capitale sociale adottata dalla società, pur nell'accoglimento di una differente qualificazione giuridica delle criptovalute oggetto di conferimento, attribuiscono ruolo centrale all'effettività del conferimento, quale principio correlato alla c.d. funzione primaria del capitale sociale di garanzia dei creditori. Si deve dare atto, tuttavia, di un filone di pensiero (che fa capo, *ex multis*, a F. NIEDDU ARRICA, *La rilevanza dell'equilibrio finanziario nelle opposizioni dei creditori alle riduzioni del capitale sociale*, in *Rivista delle Società*, fasc. 6, 2014, p. 1358; G.B. PORTALE, *I "beni" iscrivibili nel bilancio di esercizio e la tutela dei creditori nella società per azioni*, in *Rivista delle Società*, 1969, pp. 242 e ss.; F. FENGHI, *Capitale e oggetto sociale*, in *Rivista delle Società*, 1979, pp. 590 e ss.) che ritiene l'idoneità del patrimonio e dell'attivo patrimoniale a garantire direttamente i creditori sociali concetto oramai acquisito nel pensiero giuridico ed aziendalistico, concorde nell'individuare il fulcro della tutela del ceto creditorio nel corretto funzionamento dell'impresa, quale conservazione delle sue condizioni di equilibrio e solvibilità. La capacità di adempimento è, secondo tale lettura, conseguenza della positiva evoluzione della gestione e della creazione di reddito, più che della sussistenza di un patrimonio suscettibile di azione esecutiva; la stessa prescinderebbe, dunque, dalla sussistenza, nel patrimonio del debitore, di beni suscettibili di soddisfare i creditori in sede esecutiva e sarebbe sussistente fino a quando l'impresa fosse in equilibrio, venendo erosa solo allorché la società si trovi in tensione finanziaria o la continuità aziendale venisse meno. A suffragio della propria lettura, tale filone richiama una recente giurisprudenza che – con particolare riferimento alla compensazione tra il credito del socio verso la società ed il debito originato dalla sottoscrizione di un aumento del capitale sociale – ha affermato che *"l'oggetto del conferimento da parte del socio non deve necessariamente identificarsi in un bene suscettibile di espropriazione forzata, bensì in una res dotata di consistenza economica"* (da ultimo Cass., sent. n.3946/2018; in senso conforme anche sentt. n.4236/1998 e n.936/1996); orbene qualora si volesse sposare tale interpretazione è innegabile che la dimensione immateriale e, nel caso di specie, l'impossibilità fisica di apprendere la criptovaluta (alla luce, particolarmente, dei meccanismi sottesi alla *blockchain*) recuperi valenza sul piano della valutazione economica da riconoscere alla stessa, allo stato indeterminabile (cfr. M. KROGH, *L'aumento di capitale nelle S.r.L., cit.*, pp. 674 e ss.).

<sup>88</sup> Cfr. V. CRISTINI e G. AMATO, *L'idoneità delle criptovalute a costituire oggetto di conferimento in società: i primi approcci della giurisprudenza tra timide aperture e cauta diffidenza, cit.*, pp. 10-11, altro profilo di interesse della pronuncia del Tribunale di Brescia consiste nella rilevanza attribuita alla relazione redatta ai sensi dell'art. 2465 c.c. dall'esperto (la lettura del Giudice *a quo* – nell'ottica del predetto inquadramento del conferimento in valuta virtuale nella fattispecie del conferimento in natura – che immagina la criptovaluta come bene immateriale, è stata opportunamente destrutturata di fondamento giuridico in questa sede, cfr. 20-21 nt. 72 del presente lavoro). Il Tribunale ha rilevato che *"nel caso di specie, pur tenuto conto della novità della questione, la perizia di stima prodotta, non present(asse) un livello di completezza e affidabilità sufficiente per consentire un esauriente vaglio di legittimità della delibera in esame"*, con ciò ammettendo *"la facoltà del giudice di sindacare la completezza, logicità, coerenza e ragionevolezza delle conclusioni raggiunte dall'esperto"*. L'incompletezza della relazione allegata alla delibera di aumento del capitale adottata dalla società, redatta ai sensi dell'art. 2465 c.c., è legata all'assenza della precisa indicazione dei criteri di valutazione utilizzati per la determinazione del valore dell'entità conferita e delle concrete modalità di un'eventuale procedura esecutiva riguardante la criptovaluta oggetto di conferimento. Gli Autori, allora, si chiedono se tale vaglio (*id est*, la relazione di stima) sia compatibile con la normativa dettata dal

invero, difficilmente accertabile tanto in ragione della volatilità congenita alla stessa (e, quindi, dall'inesistenza, allo stato attuale, di un mercato "credibile" che ne determini anarchicamente il prezzo), quanto a causa della "virtualità" connaturata alla medesima (resa, *de facto*, trascendente all'esigenze dei creditori sociali);<sup>89</sup> sicché, l'*alea* – derivante dalle predette caratteristiche – che circonda

---

legislatore per le società a responsabilità limitata (per un approfondimento intorno ai conferimenti – in denaro/natura – nelle società di capitali cfr., *ex multis*, A. PISANI MASSAMORMILE, *Conferimenti in Spa e formazione del capitale*, Napoli, 1992, pp. 240 e ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società, cit.*, pp. 570 e ss.; M. MIOLA, *Capitale sociale e conferimenti nella 'nuova' società a responsabilità limitata, cit.*, pp. 700 e ss.). In tale contesto, il rischio di eventuali collusioni fra il socio conferente ed un esperto non imparziale, finalizzate ad ipotetiche sopravvalutazioni della stima dei beni conferiti è escluso o quantomeno fortemente limitato dalla qualifica professionale di revisore iscritto all'albo dell'esperto e dalla responsabilità personale da costui assunta, nonché dalla maggior responsabilizzazione dei soci, in sede di costituzione e di esecuzione di delibere di aumento del capitale sociale nell'attribuire valore ai conferimenti effettuati (cfr. A. BUSANI, *S.r.L. Il nuovo ordinamento dopo il D.Lgs. 6/2003*, Milano, 2003, 3, pp. 202 e ss.), sicché – a parere degli Autori – le valutazioni attribuite ai conferimenti dovrebbero, dunque, considerarsi definitivamente acquisite, senza possibilità di revisione (cfr., anche, M. AGOSTINI, *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutarî*, Milano, 2003, pp. 42 e ss.).

<sup>89</sup> Nonostante il Tribunale di Brescia avesse, *ab initio*, dichiaratamente precisato che la propria decisione non avrebbe investito il piano relativo "(a)l'idoneità della categoria dei beni rappresentata dalle c.d. 'criptovalute' a costituire elemento di attivo idoneo al conferimento nel capitale di una S.r.L., bensì se il bene concretamente conferito nel caso di specie (...) soddisfi il requisito di cui all'art. 2464, comma secondo, c.c." (ritenendo, allora, il conferimento in criptovaluta realizzi la fattispecie del conferimento in natura), tuttavia, il motivo – a mio avviso – principale che giustifica il rigetto dell'iscrizione integra un denominatore comune a tutte le valute virtuali, *id est*: "l'inidoneità del bene ad essere oggetto di aggressione da parte dei creditori (...) alla luce della notoria esistenza di dispositivi di sicurezza ad elevato contenuto tecnologico che potrebbero, di fatto, rendere impossibile l'espropriazione senza il consenso e la collaborazione spontanea del debitore". Il Tribunale di Brescia, pertanto, boccia il conferimento (in natura) della criptovaluta sotto il profilo della sua inidoneità ad essere oggetto di aggressione da parte dei creditori. Nonostante quella parte della dottrina convinta che tale requisito sia irrilevante, sul presupposto teorico secondo il quale la funzione di garanzia del capitale andrebbe letta in senso giuridico contabile e non già materiale, il Giudice *a quo* rileva, infatti, che non può trascurarsi come in ogni caso la dimensione materiale del bene recuperi valenza quanto meno sotto il profilo della quantificazione del valore economico reso, quindi, ulteriormente imprecisabile. L'argomento prospettato dal Tribunale è condivisibile. L'anonimato che, almeno nella sua potenzialità astratta, caratterizza il possesso della valuta virtuale non solo impedisce l'apprendimento materiale della valuta virtuale, ma rende la stessa una posta dell'attivo patrimoniale la cui gestione e le cui vicende circolatorie presuppongono la collaborazione volontaria del possessore della chiave privata, impedendo di fatto ogni interferenza coattiva da parte di una terza Autorità, dacché l'incremento patrimoniale che deriverebbe dal conferimento della valuta virtuale stessa non rivestirebbe quei tratti oggettivi idonei a fondare un apprezzabile affidamento da parte dei terzi, ma realizzerebbe una segregazione assoluta ed impenetrabile della ricchezza a tutto vantaggio del possessore della chiave privata. A ciò si deve aggiungere, inoltre, che la conoscenza da parte del solo amministratore della società della chiave privata renderebbe la relativa ricchezza indissolubilmente legata alle vicende personali di quest'ultimo, con i gravi rischi che ciò

la criptovaluta inibisce, allo stato, l'identificazione di variabili (ai sensi degli artt. 2464 e 2465 c.c.) tali da determinare il valore economico effettivo del conferimento (in natura) avente ad oggetto la stessa. Appare inevitabile concludere, dunque, per l'inidoneità strutturale della criptovaluta ad integrare – allo stato – elemento conferibile in società di capitali<sup>90</sup> (sposando, paradossalmente, le conclusioni formulate dalla Corte d'Appello di Brescia con decreto n.26/2018, sia pure senza accogliere l'impalcatura giuridica elaborata da quest'ultima e dal Giudice di prime cure).

---

comporterebbe per la compagine sociale e per i terzi. La conoscenza da parte di più soggetti della chiave privata, inversamente, aprirebbe scenari di rischio che riguardano la conservazione e la gestione della criptovaluta, in quanto ognuno di coloro che sia a conoscenza della chiave privata ha, *de facto*, il dominio assoluto della ricchezza, potendone, con i mezzi informatici oggi a disposizione, disporre a suo piacimento eliminando ogni traccia della sua identità (si aggiunga – alle predette considerazioni – il rischio che la gestione dell'attività d'impresa sia di fatto affidata a soggetti anonimi che, pur restando nell'ombra, possono con uno strumento agevole manovrare le leve finanziarie della società). Cfr. M. KROGH, *L'aumento di capitale nelle S.r.L., cit.*, p. 665, il conferimento della criptovaluta esprime, secondo l'Autore, la criticità legata alle caratteristiche informatiche della criptovaluta il cui accesso è possibile esclusivamente con la conoscenza della "chiave privata" (*recte*, sequenza dei dati alfanumerici) che rappresenta e racchiude in sé la criptovaluta stessa. Non è possibile, invero, disporre della criptovaluta senza la collaborazione del soggetto che è a conoscenza della "chiave privata"; sicché, in un sistema dominato dai principi della trasparenza dei dati contabili e dell'effettività del capitale, l'anonimato che può spingersi, di fatto, a soglie di assoluta inaccessibilità da parte di terzi alla criptovaluta rende, allo stato attuale, assai dubbia la possibilità che la valuta virtuale possa essere considerata un effettivo e reale elemento da imputare all'attivo patrimoniale di una società di capitali (e costituire, quindi, un incremento patrimoniale sul quale terzi e soci possano fare un ragionevole affidamento).

<sup>90</sup> Cfr. M. BELLINO, *Conferimenti in criptovalute: condizioni e limiti*, in *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata (La)*, 2019, n.1, pp. 54 e ss., l'Autore sottolinea che le pronunce (oggetto d'indagine in questa sede) non hanno precedenti nel nostro ordinamento: i Giudici bresciani si sono trovati per la prima volta a risolvere il problema della conferibilità di una criptovaluta in una società a responsabilità limitata. È un dato di fatto, tuttavia, che, benché una simile questione fosse stata per la prima volta sollevata dinanzi ad un organo giurisdizionale solo nel 2018, in Italia già esista dal "lontano" 2015 una S.r.L. il cui capitale sociale sia stato interamente versato attraverso il conferimento di criptovaluta (in particolare, *bitcoin*), vale a dire la Oraclize S.r.L. (l'atto costitutivo della società e la perizia di stima sono disponibili al sito web <https://www.coinlex.it/2015/03/30/prima-srl-con-conferimento-in-bitcoin/>).