



# ORDINES

*Per un sapere interdisciplinare sulle istituzioni europee*

ISSN 2421-0730

NUMERO 1 – GIUGNO 2022

MARCO MIGALDI

## **Fintech e criptovalute: processi di regolamentazione europea e questioni applicative di diritto societario**

**ABSTRACT** - The technological revolution is experiencing an unstoppable rise, powerfully inserting itself into all current economic, legal and social dynamics, proposing models, products and alternative solutions to the traditional ones; conversely, its regulation appears to be very late. The purpose of this paper is to analyse the disruptive impact of Fintech and cryptocurrencies on traditional financial intermediaries and to reconstruct the European regulatory processes. In this regard, the focus was on the regulation of the United Kingdom, as the Fintech leader in the world and which is currently exposed to a series of uncertainties and opportunities following Brexit. The need for a new and organic regulation on this matter is accentuated with regard to cryptocurrencies, which certainly represent the most disruptive product of the technological revolution. Therefore, questions were raised about the legal qualification of cryptocurrencies and the issues relating to their contribution to the share capital of limited companies were investigated following the recent jurisprudential decisions in Italy. The goal was to identify interpretative solutions of "openness" to these new technological financial instruments.

**KEYWORDS** - Fintech, Cryptocurrencies, European regulation, Brexit, Company law, Share capital contribution

MARCO MIGALDI\*

## **Fintech e criptovalute: processi di regolamentazione europea e questioni applicative di diritto societario\*\***

SOMMARIO: 1. *L'espansione e l'impatto della disintermediazione finanziaria. Considerazioni introduttive* - 2. *I tentativi di regolamentazione europea e i rapidi mutamenti del fenomeno* - 3. *La leadership del Regno Unito e la Brexit: incertezze ed opportunità* - 4. *La diffusione e la qualificazione giuridica delle criptovalute* - 4.1. *Segue. L'ammissibilità del conferimento di criptovalute nelle società di capitali. Primi approcci giurisprudenziali in Italia* - 5. *Riflessioni conclusive*

### *1. L'espansione e l'impatto della disintermediazione finanziaria. Considerazioni introduttive*

L'incessante sviluppo tecnologico e informatico ed il crescente ricorso a sistemi organizzati mediante tecniche di intelligenza artificiale stanno determinando (e in gran parte lo hanno già fatto) un cambiamento radicale dei mercati finanziari e delle società che vi operano.

"Elaboratori elettronici e controllo sociale", così si intitola un profetico scritto del lontano 1973, nel quale un lungimirante Stefano Rodotà si interrogava sulle influenze dell'innovazione tecnologica nella vita dei singoli, con l'obiettivo di approntare anzi tempo forme di tutela per quei diritti che altrimenti sarebbero risultati compromessi<sup>1</sup>.

Oggi più che mai, quelle parole tornano di grande attualità. Il diritto, difatti, è stato colto impreparato dalla repentinità che ha caratterizzato questa "rivoluzione", ciò soprattutto nel settore finanziario per l'evolversi dei rapporti economico-giuridici sottostanti all'erogazione ed allo scambio di beni, servizi ed ogni altra attività finanziaria. Con riferimento a tali nuovi rapporti giuridici, gli apparati normativi nazionali, europei e mondiali sono apparsi timidi e poco incisivi sulla eterogeneità dei profili interessati dal fenomeno e sulla complessità dei problemi giuridici ad essi sottesi.

---

\* Dottorando di ricerca in Ordine giuridico ed economico europeo e Cultore della materia in Diritto Commerciale presso l'Università degli Studi *Magna Græcia* di Catanzaro.

\*\* Contributo sottoposto a valutazione anonima.

<sup>1</sup> S. RODOTÀ, *Elaboratori Elettronici e controllo sociale*, Bologna, 1973. Cfr. anche V. FROSINI, *Cibernetica: diritto e società*, Milano, 1968; e N. IRTI, E. SEVERINO, *Dialogo tra diritto e tecnica*, Roma-Bari, 2001.

L'impegno dei giuristi sul tema vive perciò una stagione di intensa attività, poiché risulta necessario andare oltre le speculazioni di carattere generale ed indagare i risvolti concreti e le prospettive fattuali dei profili di diritto ricadenti nell'alveo del c.d. FinTech, ossia in quella zona (ancora grigia) d'intersezione tra tecnologia e operazioni finanziarie<sup>2</sup>.

Il rapporto tra intermediazione finanziaria e innovazione tecnologica, avuto riguardo all'impatto dirompente che produce sul sistema finanziario internazionale, stravolge il modo di pensare i mercati dei servizi finanziari e rientra in quell'ampio processo di digitalizzazione dell'economia<sup>3</sup>, capace di travalicare i confini tradizionali dell'impresa e creare un flusso di informazioni senza precedenti<sup>4</sup>. Tutti questi fattori

---

<sup>2</sup> Con il termine Fintech si indica generalmente qualsiasi innovazione tecnologica nei servizi finanziari. Gli operatori del settore sviluppano nuove tecnologie per rivoluzionare il mondo dei mercati finanziari, delle banche tradizionali e delle assicurazioni. I soggetti maggiormente coinvolti in questo processo sono ovviamente le start-up, ma anche i più consolidati istituti bancari sono artefici di questa trasformazione e stanno investendo nello sviluppo interno o nell'acquisizione di progetti Fintech. Questi utilizzano la tecnologia alla portata di tutti, come ad esempio le app, ma anche software più complessi che comprendono l'utilizzo dell'intelligenza artificiale o dei big data. Per un approfondimento del tema Fintech, si rinvia in particolare a G. ALPA, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, in *Contratto e impresa*, 2019, 377 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Considerazioni a margine del volume "Il tramonto della banca universale?"*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018, 1 ss.; M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Padova, 2020; E. CORAPI, R. LENER (a cura di), *I diversi settori del Fintech. Problemi e prospettive*, Padova, 2019; F. FIMMANÒ, G. FALCONE (a cura di), *FinTech*, Napoli, 2019; V. LEMMA, *FinTech Regulation. Exploring New Challenges of the Capital Markets Union*, London, 2020; ID., *Fintech Regulation: The Need for a Research*, in *Open Review of Management*, in *Banking and Finance*, 2018, 38 ss.; R. LENER, *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, in *I quaderni di Minerva Bancaria*, 2018; J. MADIR, *FinTech. Law and Regulation*, Cheltenham, 2019; E. MACCHIAVELLO, *Fintech. Problematiche e spunti per una regolazione ottimale*, in *Merc. conc. reg.*, 2019, 435-473; ID., *La regolazione del Fintech tra innovazione, esigenze di tutela e level-playing field. L'inesplorato caso dell'invoice trading*, in *Banca imp. soc.*, 2019, 497-534; F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2018, 226-251; M.T. PARACAMPO (a cura di), *FinTech: Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, vol. II, Torino, 2019.

<sup>3</sup> FSB, *Financial Stability Implications from FinTech, Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities Attention*, 27.6.2017. (Consultabile al seguente link <https://www.fsb.org/wpcontent/uploads/R270617.pdf>). L'accezione data dal FSB, qualifica il FinTech come un fenomeno interno al settore finanziario nel più ampio contesto della *digital economy*.

<sup>4</sup> V. SANNUCCI, *Il futuro del sistema bancario italiano: discontinuità, tra innovazione e regolazione*, Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, ASSBB, Perugia, 19 marzo 2016, mette in luce come l'innovazione tecnologica abbia determinato «una vertiginosa riduzione del costo di elaborazione automatica dei dati»; «la possibilità di

impongono all'interprete il delicato compito di delimitare la portata delle trasformazioni in atto e suggeriscono un supplemento di riflessione circa le ricadute regolatorie, con particolare riguardo, in questa sede, alle dinamiche del funzionamento societario nel nuovo scenario operativo.

Il FinTech, o "tecnologia finanziaria"<sup>5</sup>, si indentifica generalmente in un ecosistema, in continua evoluzione, di innovazioni tecnologiche applicate al settore finanziario<sup>6</sup>. Queste innovazioni si concretizzano in nuovi modelli di business, processi e prodotti i cui effetti sono dirompenti tanto per i mercati finanziari, quanto per le istituzioni. Anche gli assetti delle imprese societarie e i relativi organi di amministrazione e controllo sono stati permeati da tali innovazioni tecnologiche in quel fenomeno che da ultimo è stato efficacemente definito *CorpTech*<sup>7</sup>.

Gli effetti del FinTech si riverberano sulle caratteristiche di base dei più moderni sistemi economici: creazione di nuovi mercati, integrazione industriale intersettoriale, nuovi *business model*<sup>8</sup>. FinTech racchiude le principali innovazioni degli ultimi anni che investono tutti i settori dell'intermediazione bancaria e finanziaria: le criptovalute<sup>9</sup>, la *blockchain*<sup>10</sup>, il *crowdfunding*<sup>11</sup>, la *robo advice*<sup>12</sup>, ecc.

---

trasmettere tramite rete interent enormi quantità di dati in modo sicuro senza la necessità di ricorrere a costose reti dedicate»; «la disponibilità ed utilizzabilità di una sempre maggiore quantità di informazioni, i cosiddetti Big Data».

<sup>5</sup> Il termine FinTech altro non è che una crasi di derivazione anglosassone dei termini *Financial Technology* che traduciamo letteralmente in "tecnologia finanziaria. In realtà questa terminologia non ha una valenza semantica significativa, non essendo univoca né largamente condivisa e soprattutto non essendo riconducibile in maniera specifica ad un ambito delimitato. E questo per una molteplicità di fattori, come per esempio, il suo atteggiarsi a fenomeno intersettoriale o ancora perché non rileva solo con riferimento alle modalità operative, ma piuttosto, alla fase prodromica di ingegnerizzazione di nuovi servizi e modelli.

<sup>6</sup> Secondo la CONSOB «con il termine "Fintech" viene generalmente indicata l'innovazione finanziaria resa possibile dall'innovazione tecnologica, che può tradursi in nuovi modelli di business, processi o prodotti, ed anche nuovi operatori di mercato». Viene inoltre utilizzato per quelle aziende che forniscono servizi finanziari tramite sistemi basati sulla tecnologia e che sono capaci di operare nel settore finanziario tramite innovative modalità strutturali e distributive, andando ad inserirsi nel contesto della digital economy. Cfr. <http://www.consob.it/web/area-pubblica/sezione-fintech>.

<sup>7</sup> Il termine "CorpTech governance" è stato ideato da L.L. ENRIQUES, D. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, in *Hastings Law Journal*, 2020, 72, 55 ss.

<sup>8</sup> Cfr. E. COLETTI, R. LOCATELLI, C. SCHENA, A. USELLI, *Business Model delle banche europee e implicazioni per il sistema bancario italiano*, capitolo 2, in *Osservatorio Monetario*, n. 1/2017, ASSBB – Università Cattolica del S. Cuore, Milano.

<sup>9</sup> In particolare, la questioni relative alla qualificazione giuridica delle criptovalute e all'ammissibilità del loro conferimento nelle società di capitali verrà trattata nel capitolo

Comunemente riferendosi alle società FinTech si suole indicare, senza particolari distinzioni, “un insieme di società accomunate dallo sviluppo di attività basate su nuove tecnologie informatiche e digitali

---

4. Per un approfondimento sul tema delle criptovalute in generale, si rimanda, *ex multis*, a R. BOCCHINI, *Sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Dir. inf. e informatica*, 2017, 27 ss.; V. CANALINI, *Il fintech e le nuove frontiere dell'innovazione finanziaria*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2019, 299 ss.; V. DE STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, monete complementari e regole di adempimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 747 ss.; G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Dir. inf. e informatica*, 2015, 415 ss.; G. LEMME e S. PELUSO, *Criptomoneta e distacco dalla moneta legale*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2016; M. PELLEGRINI, *Il diritto cybernetico nei riflessi sulla materia bancaria e finanziaria*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Liber Amicorum Guido Alpa*, Padova, 2019, 351-364; N. VARDI, “Criptovalute” e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin, in *Diritto inf. e informatica*, 2015, 443 ss.; C. PERNICE, *Digital Currency e obbligazioni pecuniarie*, Napoli, 2018, 199 ss.; M. RUBINO DE RITIS, *Obbligazioni pecuniarie in criptomoneta*, in *Giustiziaviabile.com*, 2018; M. SEMERARO, *Moneta legale, moneta virtuale e rilevanza dei conflitti*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, 237-257.

<sup>10</sup> Per approfondire il tema della Blockchain, in ordine alle sue origini e alle sue caratteristiche, v. M. BELLEZZA, *Blockchain*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 217 ss.; A. CONTALDO, F. CAMPARA, *Blockchain, criptovalute, smart contract, industria 4.0.*, Pisa, 2019, 7; M. SIENA, *La tecnologia Blockchain: criticità dal punto di vista legale, prime applicazioni e prospettive*, in *Luis Law Review*, 2019, 49 ss.

<sup>11</sup> Per un approfondimento in merito al *crowdfunding* si rinvia in particolare a A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. Soc.*, 5-6, 2019, 1237 ss.; E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2018, 133-170; ID., *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2018, 63-98; G. SERAFIN, *Fintech: tra piattaforme di crowdfunding, valute virtuali e contrasto del riciclaggio*, in *Ricerche Giuridiche*, 2019, 119-144.

<sup>12</sup> Sull'argomento, per approfondire si v., tra i tanti, R. GHETTI, *Robo-advice: automazione e determinismo nei servizi di investimento ad alto valore aggiunto*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 4, 2020, 540 ss.; U. MORERA, *Consulenza finanziaria e robo-advisor: profili cognitivi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2, 2019, 205 ss.; W. RINGE, C. RUOF, *A Regulatory Sandbox for Robo Advice*, *EBI Working Paper Series*, 2018 – no. 26, 2 May 2018, consultabile al seguente link [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3188828](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3188828). Cfr. anche A. DAVOLA, *Intermediazione inefficiente. Sviluppo di un modello di definizione degli obblighi di supervisione e responsabilità dell'intermediario finanziario nei processi di robo-advisory alla luce della teoria dei giochi e della teoria economica dei contratti*, in *Rivista Elettronica di Diritto, Economia e Management*, 2020, 149 ss.

applicate in ambito finanziario”<sup>13</sup>. In tale definizione si ricomprendono società piuttosto eterogenee, incluse – a torto – quelle i cui servizi offerti solo in minima parte sono qualificabili alla stregua di servizi di intermediazione finanziaria pura, per essere la maggior parte dei servizi funzionali o strumentali all’attività tipica.

Opportuna è quindi una demarcazione preliminare tra imprese FinTech ed altre società che, sebbene incluse in questa categoria, non meritano di essere considerate tali. Il riferimento va, in particolare, alle aziende che operano nel settore Tech, per le quali difetta l’elemento fondamentale rappresentato dalla prestazione dei servizi tipicamente finanziari. Per le imprese FinTech la tecnologia rappresenta un fattore di produzione, dunque uno strumento accessorio, per quanto indispensabile, per l’erogazione del servizio finanziario, mentre per le imprese Tech la tecnologia costituisce l’oggetto della produzione, il prodotto scambiato sul mercato<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> Così C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l’industria finanziaria nell’era digitale*, op. cit.

<sup>14</sup> Le occasioni di impiego delle tecnologie di intelligenza artificiale nel contesto finanziario è connaturale all’attività di intermediazione finanziaria svolta dalle società FinTech, che si snoda in quattro principali differenti aree: a) *Attività di reperimento di risorse finanziarie*. In questa macro-classe sono comprese tutte quelle attività FinTech che permettono alla propria clientela di reperire risorse finanziarie sia a titolo di capitale (*equity based financing*), sia a titolo di debito (*debt financing*). In merito all’*equity based financing* si individuano due sottocategorie di attività svolte dalle FinTech: l’*equity crowdfunding* e il *club deal*. Le piattaforme di *crowdfunding equity based* consentono agli investitori retail di acquistare on-line un titolo di partecipazione in una società, di solito nella fase start-up. Nello specifico, viene finanziato un progetto imprenditoriale con investimenti in *private equity*, in modalità diretta, cioè senza la tradizionale intermediazione finanziaria e senza ricevere consulenza, da parte di una moltitudine di persone che conferisce denaro (*funding*). Per erogare questo servizio, le società FinTech si servono di piattaforme che fungono da vetrina per i progetti di investimento che vengono definite “marketplace” e la loro fonte di ricavo principale è rappresentato dalle spese di commissione sull’importo del capitale raccolto. Differentemente dalle piattaforme di *crowdfunding equity based*, vi sono poi anche quelle che permettono solo ad investitori con specifici requisiti di apportare capitale nelle società (*club deal*). Si ricordi, infine, che all’interno di questa macro-classe vengono ricomprese anche le attività di reperimento di risorse finanziarie a titolo di debito, vale a dire il “*debt financing*”, che riguarda l’acquisto dei titoli di debito e l’erogazione di prestiti. b) *Attività e servizi di investimento*. In questa categoria vengono comprese tutte quelle attività FinTech che permettono alla propria clientela, attraverso l’utilizzo di piattaforme di trading online, di ricevere servizi di consulenza e servizi di gestione finanziaria. I servizi di trading comprendono sia la fornitura di informazioni rielaborate dei mercati finanziari e di strategie di trading utilizzando l’intelligenza artificiale, sia l’accesso a piattaforme di

Le innovazioni *FinTech* hanno consentito di semplificare in modo considerevole la fruizione dei servizi finanziari, consentendo di poter compiere operazioni in qualunque momento e ovunque ci sia una connessione ad internet<sup>15</sup>; in questo modo si è favorito l'avvicinamento ai servizi finanziari digitali anche delle quote di popolazione storicamente meno coinvolte: la fascia più giovane e con meno conoscenze finanziarie e, allo stesso tempo, grazie all'estrema semplificazione, anche la fascia più anziana, con minori conoscenze informatiche<sup>16</sup>.

L'ingresso di questa grande fetta di nuovi operatori provoca, senz'altro, un forte stimolo alla competitività nel settore finanziario, obbligando gli intermediari già esistenti ad investire nell'innovazione tecnologica, ad automatizzare i processi e a rivedere i propri modelli di

---

trading. I servizi di consulenza finanziaria offerti dalle FinTech vengono erogati soltanto online, attraverso la c.d. robo-consulenza che, attraverso l'automatizzazione del servizio, limitando o escludendo dunque l'intervento di un consulente umano, permette un rilevante contenimento dei costi. Quanto ai servizi di gestione finanziaria, invece, riguardano la gestione della cassa e il salvadanaio elettronico, grazie ai quali gli operatori riescono a pianificare le proprie spese tramite piattaforme o applicazioni tecnologiche di società FinTech che disintermediano un servizio storicamente fornito dalle banche. c) *Servizi di pagamento*. Questa terza categoria (che rappresenta l'attività originaria delle società FinTech) include le operazioni relative al trasferimento nazionale o internazionale di moneta, nonché le soluzioni di pagamento. Le FinTech che operano in questo ambito sono prevalentemente non vigilate e forniscono sistemi applicativi per eseguire i pagamenti o per realizzare raccolta fondi online. A tal proposito, si è tentato di rendere più sicuro il mercato dei pagamenti dell'Unione Europea grazie alla recente introduzione della seconda direttiva sui servizi di pagamento, PSD2 (*Payment Services Directive 2*). d) *Servizi assicurativi*. In quest'ultima categoria vi rientrano i servizi assicurativi offerti dalle società FinTech tramite le loro piattaforme *InsurTech*. Negli ultimi anni vi è stata una netta accelerazione che ha condotto alla moltiplicazione degli investimenti in startup e società che sviluppano soluzioni per l'industria assicurativa, sia da parte di fondi di *Venture Capital*, sia da parte delle stesse Compagnie assicurative, attraverso i propri fondi di *Corporate Venture Capital*.

<sup>15</sup> Grazie anche alla *sharing economy*, che sta prendendo piede soprattutto tra i giovani, alla regolamentazione permissiva e allo sviluppo della tecnologia dell'informazione (IT, Information Technology) si rimodella il settore finanziario, migliora la qualità dei servizi erogati e i costi a questi collegati, col raggiungimento di un'industria finanziaria differente e più stabile. Cfr. I. LEE, Y.J. SHIN, *Fintech: Ecosystem, business models, investment decisions, and challenges*, in *Business Horizons*, 2018, 35-46. Consultabile al seguente link: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0007681317301246>

<sup>16</sup> La fascia di popolazione più giovane a cui si fa riferimento sono la generazione Y ovvero i millennials nati tra gli inizi degli anni '80 e il 1995 e la generazione Z ovvero i nativi digitali nati tra il 1995 e il 2010.

business per adeguarsi al nuovo fenomeno<sup>17</sup>. Parrebbe, dunque, che il sistema finanziario regolato, che ha visto nascere ed espandersi il modello di banca universale, e che sembrava non poter soffrire crisi alcuna, patisca la competizione, seppur disarticolata, del FinTech<sup>18</sup>.

Il settore bancario, in particolare, pur protagonista negli ultimi trent'anni di importanti cambiamenti strutturali<sup>19</sup>, sta subendo la pressione concorrenziale di questi nuovi partecipanti al mercato, i quali, avvantaggiati da elevate competenze tecnologiche, da strutture operative più snelle e da vincoli regolamentari molto meno stringenti, hanno invaso le aree di competenza degli intermediari tradizionali, costringendoli a ripensare i propri modelli di business e a valutare nuove strategie, al fine di resistere al processo di disintermediazione in atto<sup>20</sup>. Ed è proprio nella sentita esigenza di disintermediazione finanziaria, ossia della riduzione del ricorso agli intermediari nella compravendita di beni e servizi, manifestata negli ultimi anni, che bisogna individuare il motivo della genesi e del successo del fenomeno Fintech, il quale, grazie a strutture, strumenti e regole più agili, consente di facilitare il contatto diretto tra domanda e offerta dei servizi finanziari.

Si assiste, dunque, ad una insolita competizione tra società FinTech (il più delle volte di ridotte dimensioni, spesso *newcomers* nel settore

---

<sup>17</sup> Questa serie di innovazioni tecnologiche nei servizi finanziari è considerabile come un fattore *disruptive* per il tradizionale settore finanziario, tanto che ha già iniziato a cambiare e rivoluzionare le modalità con cui le Istituzioni Finanziarie incumbent operano.

<sup>18</sup> Le società FinTech hanno un caratteristico vantaggio competitivo rispetto ai classici intermediari finanziari: la capacità di sfruttare il loro potenziale tecnologico per offrire servizi finanziari in nuove modalità attraverso piattaforme telematiche, in modo tale da espandere i mercati di incontro tra domanda e offerta di servizi finanziari.

La competizione digitale messa in atto dalle società FinTech è focalizzata ad attaccare determinate linee di business degli Intermediari Finanziari tradizionali; le FinTech infatti tramite i loro molteplici canali di intermediazione diretta, creano nuovi mercati e riescono a sottrarre opportunità di business alle banche offrendo servizi finanziari specifici in un preciso ambito operativo. Altra caratteristica che avvantaggia le FinTech è l'alta specializzazione rispetto agli Intermediari Finanziari che permette loro di operare con strutture operative meno complesse e più snelle.

<sup>19</sup> Tali cambiamenti ne hanno favorito il consolidamento come si evince dal gran numero di fusioni e acquisizioni, dall'aumento delle partecipazioni incrociate, dalla globalizzazione dei mercati finanziari, dall'introduzione dell'Euro nell'Unione Europea.

<sup>20</sup> In argomento, D. GIROMPINI, *PSD2 e Open Banking. Nuovi modelli di business e ruolo delle banche*, in *Bancaria*, 2018, 70 ss; D. MILANESI, *A New Banking Paradigm: The State of Open Banking in Europe, the United Kingdom, and the United States*, *TTLF Working Papers No. 29*, in *Stanford-Vienna Transatlantic Technology Law Forum*, 2017, 159 ss.



finanziario) e grandi banche consolidate, i cui modelli di business sono diventanti, col passare del tempo, sempre più onnicomprensivi e si estrinsecano in una moltitudine di servizi finanziari indirizzati ad un'ampia e variegata clientela. Tuttavia, lo sviluppo di complesse e rigide strutture organizzative, anche a causa della severa regolamentazione e sorveglianza a cui sono sottoposti, che fino a poco tempo fa si considerava un baluardo per le banche, potrebbe oggi, invero, rappresentare un vulnus. Rispetto ai *players* tradizionali, infatti, i nuovi soggetti digitali riescono ad offrire, a prezzi competitivi e con un alto standard tecnologico, una vasta serie di servizi di finanziamento, di pagamento, di investimento e di consulenza, con modalità estremamente semplificate, scorporando così le specifiche linee di business delle banche tradizionali<sup>21</sup>.

Gli approcci delle banche alla crescente pressione del fenomeno sono diversi: alcune di queste hanno deciso di affrontare le sfide della digitalizzazione collaborando con le società FinTech che offrono servizi finanziari tecnologicamente avanzati, altre, invece, hanno optato per l'acquisizione di queste imprese al fine di ottenere conoscenze e *know-how*.<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> MCKINSEY & COMPANY individua i principali segmenti di servizi e prodotti finanziari più a rischio ad essere disaggregati: di finanziamento, di pagamento e di investimento. Per quanto riguarda il segmento del credito questo concerne le attività dei finanziamenti e della raccolta di capitale che rispettivamente vengono messe a repentaglio dall'ascesa del *peer-to-peer lending* e dell'*equity crowdfunding* con i quali l'avvento dirompente del FinTech sta avvenendo con successo; quanto al segmento dei pagamenti questo è uno dei primi ad essere stato disaggregato dalle FinTech. Si è reso, infatti, sempre più necessario scambiarsi denaro virtualmente in tempo reale a costi bassi o nulli ed effettuare pagamenti digitali a causa della digitalizzazione del commercio e della nascita degli e-commerce. È stata PayPal che, grazie al suo servizio, ha dato inizio all'era dei pagamenti digitali e degli scambi di denaro istantanei da persona a persona; infine, il segmento degli investimenti questo riguarda le nuove piattaforme digitali di *robo-advisory* e di investimento, grazie alle quali l'accesso alla consulenza e al trading online è facilitato e i costi per i servizi di consulenza, per le commissioni e per la gestione patrimoniali si riducono. Ciò permette anche a clienti amatoriali con una disponibilità di capitale esigua di operare nei mercati finanziari e di riuscire a pianificare le finanze personali. Cfr., per un approfondimento R. FERRARI, *FinTech Impact on Retail Banking – From a Universal Banking Model to Banking Verticalization. The FinTech Book: The Financial Technology Handbook for Investors, Entrepreneurs and Visionaries*, 2016, 248 ss.

<sup>22</sup> Gli incumbent più reattivi a questa minaccia competitiva sono quelli che hanno modificato le proprie proposte di valore e offrono servizi FinTech comparabili, sia attraverso partnership che con acquisizioni o sviluppi in-house. Negli ultimi anni, gli intermediari finanziari tradizionali hanno fatto ingresso nel settore dell'erogazione di servizi finanziari digitali nei segmenti dei cambi online, della consulenza e della gestione degli investimenti online e delle operazioni bancarie senza recarsi in filiale. Tenendo

Infine, come ogni fenomeno evolutivo anche il Fintech suscita differenti e divergenti vedute: accanto a chi presagisce la definitiva eclissi della banca tradizionale, destinata a soccombere di fronte all'incessante progresso dei nuovi competitors<sup>23</sup>; vi è chi ritiene che la forza dirompente delle imprese FinTech giungerà ad un naturale esaurimento, nel momento stesso in cui gli intermediari storici saranno in grado, a seguito di un processo di modernizzazione, di colmare il gap tecnologico che li separa dai nuovi<sup>24</sup>; vi è, infine, chi vede delle importanti opportunità di innovazione nelle forme di cooperazione possibili tra vecchi e nuovi operatori<sup>25</sup>. Ad oggi, quest'ultima pare la direzione intrapresa dal mercato, registrandosi numerosi casi di partnership tra banche e imprese FinTech al fine di ottenere evidenti vantaggi reciproci: per le prime, di sviluppare prodotti, servizi e soluzioni tecnologicamente più avanzate, a costi vantaggiosi e in tempi celeri; mentre per le seconde, di estendere la propria egemonia anche sulla vastissima platea di clienti degli istituti bancari tradizionali<sup>26</sup>.

Certo è che l'obiettivo strategico di lungo periodo che le società FinTech si pongono è quello di acquisire una posizione dominante all'interno del settore finanziario, operando come *single interaction provider* e fornendo un'ampia gamma di servizi finanziari, anche ricorrendo a collaborazioni con altre società FinTech, oltre che con gli intermediari tradizionali<sup>27</sup>.

---

conto dei suddetti sviluppi, del significativo contributo del settore bancario nel processo di credito e nell'economia è sorprendente che siano emersi solo pochi studi per valutare la reazione del mercato azionario agli annunci di M&A tra banche e società FinTech.

<sup>23</sup> Così M. ZACHARIADIS, P. OZCAN, *The API Economy and Digital Transformation in Financial Services: The Case of Open Banking*, in *SWIFT Institute Working Paper No. 2016-001*, 10 ss.

<sup>24</sup> In questo senso G. BARBA NAVARRETTI, G. CALZOLARI, A.F. POZZOLO, *FinTech and Banks: Friends or Foes?*, in *European Economy*, 2017, 2, 16;

<sup>25</sup> Tra i primi in questa direzione M. SCHIEPPATI, *Banche, «pensare come Google»?*, in *Bancaria*, 2017, 60 ss. Più in generale, si rimanda a T. ZALAN, E. TOUFAILY, *The Promise of Fintech in Emerging Markets: Not as Disruptive*, in *Contemporary Economics*, Vol. 11, Issue 4, 2017 (consultabile al seguente link: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/195501/1/1029213224.pdf>) in cui sono state riportate e classificate le risposte di alcuni dirigenti bancari a cui veniva chiesto se le società FinTech potessero essere considerate come *disruptive* per le banche tradizionali.

<sup>26</sup> Così D. GAMMALDI, C. IACOMINI, *Mutamenti del mercato dopo la PSD2*, *op. cit.*; e M.T. PARACAMPO, *FinTech, evoluzioni tecnologiche*, *cit.*, in M.T. PARACAMPO (a cura di), *op. cit.*

<sup>27</sup> Lo studio KPMG "Digital Banking" conferma la vision delle FinTech, per l'appunto: "[...] l'ecosistema delle fintech sta studiando e realizzando soluzioni con l'obiettivo di porsi quale *single interaction provider* per i servizi finanziari..." all'interno del quale non è da escludere la cooperazione con gli operatori tradizionali.

In aggiunta, e con specifico riguardo ad uno dei più dirompenti prodotti della finanza tecnologica, le criptovalute, si osserva come la connaturale assenza di intermediari nella gestione delle transazioni, se da un lato ha il pregio di ridurre notevolmente i costi, comportando ingenti risparmi diffusi per l'intero sistema<sup>28</sup>, dall'altro pone non trascurabili problemi di compatibilità col principio statalista di sovranità monetaria, nonché con alcune discipline di diritto societario tra cui, ad esempio, quella relativa ai conferimenti nelle società.

In questo contesto, dunque, l'apertura di nuovi canali di dialogo tra vecchi e nuovi operatori del mercato finanziario risulterà determinante ed è presumibile che se i regolatori e le Autorità competenti si mostreranno attenti e partecipi a questo dialogo avranno l'opportunità di non subire lo sviluppo del mercato (come finora è stato), ma di anticipare e orientare le trasformazioni in corso, facilitando la transizione digitale dell'industria finanziaria ed elaborando regole in grado di garantire la stabilità e la sicurezza del sistema, senza ostacolarne le trasformazioni tecnologiche e organizzative<sup>29</sup>.

## *2. I tentativi di regolamentazione europea e i rapidi mutamenti del fenomeno*

L'architettura dei controlli di vigilanza dei servizi finanziari è stata, per anni, tendenzialmente plasmata come regolamentazione per soggetti con un approccio, c.d. *entity based*, che ha trovato consolidamento nella cornice normativa che ha definito le riserve di legge della Autorità di Vigilanza<sup>30</sup>. Questa impostazione, tuttavia, non consente di ricondurre nelle categorie esistenti i nuovi soggetti, né tantomeno di estendere la disciplina pensata per i servizi tradizionali alla generalità dei servizi Fintech. Un simile approccio si traduce nella possibilità che attività del tutto analoghe se svolte da intermediari finanziari vigilati ricadano sotto il

---

<sup>28</sup> Così A. CASALI, *Blockchain: i benefici concreti e le applicazioni più promettenti per 27 settori*, in *www.blockchain4innovation.it*, 2018;

<sup>29</sup> In questo senso l'intervento di A. PERRAZZELLI, Vice Direttrice Generale della Banca d'Italia, *Le iniziative regolamentari per il Fintech: a che punto siamo?*, Università degli Studi dell'Insubria, 4 maggio 2021.

<sup>30</sup> BANCA D'ITALIA, Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia F. PANETTA presso la VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, *Indagine Conoscitiva sulle tematiche relative all'impatto della tecnologia finanziaria sul settore finanziario, creditizio e assicurativo*, 29.11.2017.

controllo dell’Autorità di vigilanza, se svolte, invece, da società Fintech restino escluse dal perimetro della regolamentazione<sup>31</sup>. Inoltre, nell’ambito del Fintech si sviluppano attività del tutto nuove e diverse rispetto a quelle contemplate dalle norme vigenti, anche solo in termini definitivi.

Al fine di tutelare i consumatori e di proteggere la stabilità dei sistemi finanziari, alcuni timidi tentativi di regolamentazione sono stati approntati.

La velocità di evoluzione del fenomeno Fintech ha suggerito ai “legislatori” di procedere, in via preliminare, alla definizione di un quadro normativo ispirato ad un approccio, non più “sogettivo” ma per attività, e di adottare il principio di neutralità. Questa è stata la scelta del Parlamento Europeo il quale ha indicato nell’approccio per attività, nella neutralità tecnologica e nella proporzionalità ai rischi i principi sui quali costruire l’apparato regolamentare del Fintech<sup>32</sup>. L’approccio per attività comporta l’applicazione della medesima disciplina indipendentemente dal soggetto giuridico che svolge l’attività, nonché dal grado di automatizzazione della stessa. Tuttavia, tale approccio se da un lato garantisce il c.d. *level playing field* tra *newcomers* e *incumbents* che offrono lo

---

<sup>31</sup> C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech - Opportunità e rischi per l’industria finanziaria nell’era digitale*, in *Quaderno FinTech n. 1*, marzo 2018, reperibile al seguente indirizzo [https://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech\\_1.pdf/35712ee6-1ae5-4fbc-b4ca-e45b7bf80963#page=15](https://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_1.pdf/35712ee6-1ae5-4fbc-b4ca-e45b7bf80963#page=15).

<sup>32</sup> Si veda la Risoluzione del Parlamento europeo del 17 maggio 2017 sulla tecnologia finanziaria: l’influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario (2016/2243(INI)), in *OJ C 307*, 30.8.2018, p. 57–66. Con la Ris. 2016/2243 (INI) il Parlamento europeo ha sottolineato, tra l’altro, che sia l’alfabetizzazione finanziaria che quella digitale sono fattori cruciali per un utilizzo efficiente di FinTech. A tal proposito l’adeguata educazione finanziaria dei consumatori al dettaglio e degli investitori è necessaria affinché la tecnologia finanziaria possa diventare uno strumento concreto per l’inclusione finanziaria e consentire ai consumatori e agli investitori che sono sempre più esposti a prodotti e servizi di investimenti finanziari personalizzati, immediatamente accessibili, di adottare autonomamente valide decisioni finanziarie in merito a tali offerte e di cogliere appieno tutti i rischi derivanti dall’utilizzo di tali tecnologie innovative. Conseguentemente ha invitato la Commissione e le autorità europee di vigilanza a intensificare il loro sostegno a favore delle iniziative tese a migliorare l’alfabetizzazione finanziaria.

stesso servizio<sup>33</sup>, dall'altro sembrerebbe penalizzare le *start-up* innovative che dovrebbero beneficiare di oneri di *compliance* meno stringenti<sup>34</sup>.

Quanto alla neutralità tecnologica, questa impone il dovere di astensione dal bloccare o favorire lo sviluppo di una certa tecnologia solo sulla base dei primi effetti e nell'adozione, invece, di un atteggiamento c.d. *wait-and-see* basato sul monitoraggio iniziale del fenomeno e su un intervento normativo successivo alla valutazione degli elementi riscontrati allorquando sufficienti ad orientare l'azione normativa<sup>35</sup>.

Il principio di proporzionalità, infine, riguarda l'incidenza della regolamentazione e dei controlli che devono essere commisurati alle dimensioni, alla complessità e alla rilevanza sistemica dei soggetti vigilati e dei rischi ad essi legati<sup>36</sup>.

Alla luce di tali principi, lo svolgimento della medesima attività finanziaria dovrebbe comportare l'applicazione di norme equivalenti per tutti gli operatori, a prescindere dai supporti digitali e informatici utilizzati nello svolgimento della medesima.

Una mera applicazione analogica della disciplina dettata per il settore finanziario alle nuove imprese FinTech, senza tenere in considerazione le peculiarità tecniche e le dinamiche dei rischi che essa può generare, potrebbe però risultare col tempo inadeguata: il quadro normativo esistente non offre la flessibilità applicativa sufficiente per conformarsi in modo tempestivo al progresso tecnologico. Inoltre, una

---

<sup>33</sup> Con la locuzione *level playing field* si indica una condizione la parità tra i partecipanti di un determinato settore del commercio. Ciò significa non che ogni partecipante debba avere le stesse possibilità di successo, ma che tutti partecipino seguendo lo stesse di regole.

<sup>34</sup> L'EBA, occupandosi dapprima del tema delle criptovalute e a seguire del fenomeno Fintech, ha evidenziato in entrambe le circostanze la necessità di definire, nel lungo periodo, un quadro normativo armonizzato che, improntato al principio "same activities, same risks, same rules, same supervision". Cfr. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *The EBA's Fintech roadmap, Conclusions from the consultation on the EBA's approach to financial technology (fintech)*, 15 March 2018, 29. In merito, si veda pure EUROPEAN COMMISSION, *FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, COM/2018/0109 final, Brussels, 8 March 2018; v. anche C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, cit., 76 ss.; J. BLACK, *The rise, fall and fate of principles based regulation*, LSE WP 17/2010.

<sup>35</sup> N. LINCIANO, P. SOCCORSO, *FinTech e RegTech: approcci di regolamentazione e di supervisione*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, in M.T. PARACAMPO (a cura di) *op. cit.*, 34 ss.

<sup>36</sup> ESAs, *Report on FinTech: Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs*, JC 2018 74 – 7 January 2019, reperibile sui siti istituzionali di ciascuna delle tre autorità europee.

disciplina troppo dettagliata e rigida, come quella prevista per gli operatori tradizionali, rischia di essere, col passare del tempo, continuamente soggetta ad obsolescenza, stante la peculiare velocità di trasformazione del fenomeno e la oggettiva difficoltà per il legislatore di seguirne i rapidi e continui sviluppi. Si aggiunga, infine, che, nel considerare prodotti e servizi offerti dalle piattaforme alla stregua di quelli già presenti sul mercato o nel riservarne l'emissione o intermediazione ai soli operatori tradizionali, si rischierebbe di incentivare uno sdoppiamento dell'attività tra quella "autorizzata" e quella illecita.

Si consideri, peraltro, che le innovazioni tecnologiche consentono, per loro stessa natura, di operare *cross-border* e, ad oggi, i singoli ordinamenti nazionali sembrano aver prodotto discipline disomogenee che interessano solo alcune delle attività riconducibili al fenomeno Fintech, consentendo così agli operatori di effettuare arbitraggi normativi<sup>37</sup>. In assenza di una cornice europea ben definita, le scelte normative dei singoli Stati producono l'effetto di indurre le imprese a stabilire la sede legale nello Stato che pone meno barriere all'ingresso e che abbia optato per una regolamentazione più flessibile e più favorevole.

Il panorama normativo italiano, in tale contesto, mette in luce, a scapito di una competizione paritaria, il disallineamento delle condizioni e degli oneri previsti dalla disciplina di cui al Titolo V del TUB<sup>38</sup> tra intermediari finanziari vigilati e imprese Fintech, indice, a livello sistemico, di effetti negativi maggiori dei vantaggi auspicati<sup>39</sup>. La disparità in punto di diritto, infatti, può generare instabilità sistemica come conseguenza di un accrescimento del rischio interno direttamente

---

<sup>37</sup> Si veda in tal senso anche la Banca d'Italia sottolinea che "Gli arbitraggi normativi vanno evitati, garantendo parità di condizioni tra paesi. (...) Va altresì garantita la parità di condizioni tra operatori tradizionali e nuovi operatori, per stimolare una concorrenza sana, basata sul principio secondo cui a rischi uguali si applicano norme e controlli anch'essi uguali. (...) Il quadro regolamentare dovrebbe essere neutrale rispetto al fattore tecnologico. Si pone l'esigenza di applicare attentamente il principio di proporzionalità, per evitare oneri eccessivi a carico degli operatori di minori dimensioni. La tutela della clientela va posta in primo piano, per assicurare la fiducia nel sistema finanziario. Sono essenziali trasparenza e informazione, al fine di consentire scelte consapevoli da parte dei clienti".

<sup>38</sup> Modificato all'atto di recepimento della Direttiva 2008/48/CE, in materia di credito ai consumatori. Riforma conclusasi con la pubblicazione delle Circolari n. 288 della Banca D'Italia e del Decreto del Ministero della Economia e Finanze del 2 aprile 2015, n. 53.

<sup>39</sup> Il riferimento è a possibili dinamiche competitive particolarmente aggressive, con peggioramento delle qualità dei servizi offerti e disintermediazione incontrollata a totale danno degli IFv.

proporzionale allo sviluppo delle imprese Fintech. In particolare, si rileva come queste stiano dimostrando che è possibile creare un sistema finanziario “parallelo”, fuori da ogni tipo di controllo, che si presta con maggiore semplicità al finanziamento di attività illecite o a frodi, nonché a compromettere il sistema dei pagamenti e il funzionamento dei mercati, rischiando di vanificare gli sforzi profusi fino ad oggi per assicurare il corretto funzionamento del sistema finanziario regolamentato<sup>40</sup>.

Sono pertanto da guardare con favore le iniziative avviate a livello europeo, i cui primi tasselli sono: a) il documento di *policy* della Commissione Europea di maggio 2015 – “Strategie per il mercato unico digitale in Europa”, il quale ha avuto il merito di definire le iniziative legislative, gli orientamenti e le altre misure necessarie, ponendo alcuni macro-obiettivi tra cui il miglioramento dell’accesso ai beni e servizi digitali per i consumatori e le imprese, la creazione di un contesto favorevole e parità di condizioni affinché le reti digitali e i servizi innovativi possano svilupparsi, la massimizzazione del potenziale di crescita dell’economia digitale<sup>41</sup>; b) il “Piano d’azione per la creazione dell’Unione dei Mercati dei Capitali” di settembre 2015<sup>42</sup>, che ha posto per la prima volta come obiettivo la creazione di un sistema finanziario integrato nell’Unione volto a facilitare gli investimenti di capitale di rischio in imprese start-up, nonché di favorire gli investimenti finanziari transfrontalieri e facilitare l’accesso delle PMI ai mercati azionari e obbligazionari<sup>43</sup>; c) il c.d. Piano d’azione Fintech del marzo 2018, emanato col precipuo obiettivo di consentire alle imprese che utilizzano modelli innovativi di attività finanziaria di operare in tutte le giurisdizioni dell’Unione sulla base di una unica autorizzazione, introdurre nuove

---

<sup>40</sup> I riscatti a fronte di attacchi informatici sono richiesti in valute virtuali e sono diffusi i casi di frode sulle ICOs; le crisi fino ad oggi manifestatisi non hanno avuto effetti sistemici, ma dimostrano che grazie alle nuove tecnologie il “tradizionale” schema Ponzi è più facilmente replicabile e diviene “massive”; l’eventuale fallimento dell’applicazione delle DLT alle controparti centrali potrebbe avere effetti sistemici. Cfr. sul punto FSB, *Financial Stability Implications from FinTech, Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities’ Attention*, 27.6.2017.

<sup>41</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Strategia per il mercato unico digitale in Europa*, Bruxelles, 6.5.2015 COM(2015) 192 final.

<sup>42</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Piano di azione per la creazione dell’Unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 30.9.2015 COM(2015) 468 final.

<sup>43</sup> Il piano della cd. *Capital Markets Union* (CMU), insieme al completamento dell’Unione Bancaria e al Piano d’azione per l’integrazione dei mercati e dei servizi finanziari destinati ai consumatori al dettaglio, costituisce parte integrante del progetto dell’Unione Finanziaria come emerge dal Rapporto dei cinque Presidenti.

tecnologie nei servizi finanziari e incrementare la cd. *Cybersecurity* del sistema finanziario<sup>44</sup>.

Rileva poi la comunicazione della Commissione Europea del giugno 2017 che, in un più ampio programma di azioni volte a intensificare la vigilanza integrata dei mercati e favorire una migliore integrazione finanziaria, ha previsto la presentazione di un piano d'azione con l'obiettivo di stabilire le iniziative da intraprendere per creare un mercato integrato dei servizi finanziari digitali che potesse assecondare specificatamente lo sviluppo del Fintech<sup>45</sup>. Nel documento, oltre a ribadire l'impegno a garantire la neutralità tecnologica, la proporzionalità nell'applicazione delle regole, nonché l'integrità con riferimento a privacy, trasparenza e sicurezza, la Commissione ha altresì individuato una serie di azioni a testimonianza della volontà di intraprendere un processo collaborativo a livello europeo, che superi i limiti delle singole e disomogenee regolamentazioni nazionali, e punti a favorire lo sviluppo di iniziative che possano supportare la crescita delle applicazioni digitali al sistema finanziario.

È evidente, quindi, come l'approccio Europeo possa essere considerato, almeno nei suoi propositi, di massima apertura al Fintech. Tuttavia, ad oggi, i requisiti relativi alla gestione del rischio ICT nel settore finanziario dell'Unione europea risultano in sostanza ancora dispersi in più normative come, ad esempio, PSD2<sup>46</sup> e MIFID<sup>47</sup>, nonché nelle linee guida emesse dall'Autorità bancaria europea, dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati e dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali, che nel 2019 avevano opportunamente sottolineato la necessità di adottare un approccio più coerente e uniforme.

---

<sup>44</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, Bruxelles, 8.3.2018 COM(2018) 109 final.

<sup>45</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Communication from the commission to the european parliament, the council, the european economic and social committee and the committee of the regions*, Brussels, 8.6.2017 COM(2017) 292 final.

<sup>46</sup> Direttiva (UE) 2015/2366 "relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE", disponibile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L2366&from=EN>

<sup>47</sup> Direttiva (UE) 2014/65 "relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE", disponibile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=en>.



Per far fronte a tale esigenza, il 24 settembre 2020, la Commissione Europea ha pubblicato una comunicazione relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'Unione europea, individuando le priorità che guideranno le azioni dell'UE fino al 2024, tra cui la riduzione dei rischi derivanti dalle minacce informatiche come il furto di fondi dei consumatori e la compromissione dati<sup>48</sup>. Contestualmente, nell'ambito di tali priorità, è stata pubblicata una proposta di regolamento c.d. "*Digital Operational Resilience Act*" (DORA)<sup>49</sup>, con l'obiettivo di stabilire un quadro normativo armonizzato in tema di resilienza operativa digitale<sup>50</sup> e sicurezza dei servizi ICT<sup>51</sup>. Il DORA, qualora approvato, sarà rivolto ad un vasto novero di entità finanziarie tra le quali figurano oltre agli istituti bancari, anche gli istituti di credito, di pagamento e di moneta elettronica, i fondi di investimento alternativi, le imprese di assicurazione, gli istituti di previdenza, ecc. Queste entità finanziarie saranno assoggettate ad una serie di adempimenti e di obblighi differenziati a seconda delle dimensioni e dei profili di *business*; dovranno, inoltre, condividere reciprocamente informazioni, al fine di scongiurare i pericoli delle c.d. *cyber*-minacce, limitare la capacità di diffusione delle stesse e implementare le proprie capacità difensive<sup>52</sup>.

---

<sup>48</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Communication from the commission to the European Parliament, the Council, the European economic and social committee and the Committee of the regions*, Brussels, 24.9.2020 COM(2020) 591 final. Sul punto, la Commissione ha chiarito che presterà particolare attenzione alla promozione delle nuove opportunità offerte dal fintech ai consumatori nel rispetto delle norme sulla protezione dei dati e, in particolare, del Regolamento (UE) 679/2016 "*relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati*".

<sup>49</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on digital operational resilience for the financial sector and amending Regulations (EC) No 1060/2009, (EU) No 648/2012, (EU) No 600/2014 and (EU) No 909/2014*, Brussels, 24.9.2020 COM(2020) 595 final 2020/0266 (COD).

<sup>50</sup> Per "resilienza operativa digitale" si intende la capacità di un'entità finanziaria di costruire, assicurare e rivedere la propria integrità operativa da un punto di vista tecnologico, garantendo, direttamente o indirettamente (*i.e.*, attraverso l'utilizzo di servizi offerti da fornitori ICT), l'intera gamma di capacità ICT necessaria ad affrontare la sicurezza della rete e dei sistemi informativi, che supportano la fornitura e la qualità dei servizi finanziari (art. 3, par. 1, n. 1, Regolamento).

<sup>51</sup> Per "servizi ICT" si intendono i servizi digitali e di dati erogati attraverso tecnologie dell'informazione e della comunicazione, compresi la fornitura, l'inserimento, l'archiviazione e l'elaborazione di dati, i servizi di *reporting*, il monitoraggio dei dati, nonché i servizi di supporto alle attività e alle decisioni basate sui dati (art. 3, par. 1, n. 16, Regolamento).

<sup>52</sup> "Information sharing" (Article 40), *Digital Operational Resilience Act* (DORA).

Ad ogni modo, il fatto che ad oggi manchi ancora una regolamentazione del tutto organica e definitiva è da addebitare anche alla fisiologica difficoltà per il legislatore a fare fronte, senza soluzione di continuità, all'incessante e rapido mutamento cui sono sottoposte le innovazioni tecnologiche. Principalmente per tale ragione, raramente è possibile trovarsi davanti a definizioni compiute e dettagliate nella materia e, di conseguenza, risulta arduo procedere ad una qualificazione giuridica. Molte sono le variabili in gioco, interne ed esterne al campo d'azione Fintech, le cui dinamiche e interazioni non sono facilmente prevedibili.

Il tema della regolamentazione rimane, però, al centro del dibattito europeo sul Fintech. Acclarata l'opportunità di un approccio *wait-and-see*, che in una fase iniziale ha guidato l'azione delle Autorità europee, si impone ora un intervento regolamentare che sia improntato all'organicità ed alla semplificazione, fatto di regole e principi chiari, e il cui focus risulti incentrato sui rischi potenziali che si annidano nella nuova industria finanziaria tecnologica. Un quadro disciplinare suddiviso in sottosistemi, pur apparentemente e dichiaratamente autosufficienti, rischia infatti di dare vita ad un edificio normativo non adeguatamente controllato nel quale risulterebbe fisiologico scontrarsi con scelte contraddittorie, divaricazioni normative, incertezze e lacune. Del resto, una normativa Fintech integrata a livello europeo costituisce presupposto imprescindibile per lo sviluppo delle tecnologie finanziarie e serve ad evitare il pericolo di una possibile frammentazione del mercato. Ipotizzare che sullo scenario europeo e mondiale si possa continuare ad operare per accordi bilaterali è molto limitativo.

### 3. *La leadership del Regno Unito e la Brexit: incertezze ed opportunità*

L'espansione del Fintech risulta piuttosto disomogenea nei vari Paesi del mondo. In Italia, ad esempio, lo sviluppo del fenomeno risulta più contenuto rispetto al Regno Unito, agli Stati Uniti e ad alcuni dei Paesi più avanzati dell'Asia<sup>53</sup>; ad ogni modo, quello che più colpisce è l'elevata

---

<sup>53</sup> La diffusione nell'utilizzo di servizi Fintech è alta soprattutto nei Paesi emergenti, tra cui Cina e India dove il tasso di adozione ha raggiunto, in entrambi i Paesi, l'87% degli utilizzatori attivi digitalmente, e in Russia e in Sud Africa entrambi con l'82%. L'elevato tasso di adozione nei mercati emergenti conferma che le società Fintech riescono a servire quella fetta di popolazione poco servita o esclusa dall'accesso all'utilizzo dei servizi

velocità di propagazione. Uno studio condotto da Ernst & Young sull'adozione delle tecnologie Fintech mostra proprio la rapidità di diffusione del fenomeno a livello globale: l'adozione dei servizi Fintech è aumentata costantemente, passando dal 16% nel 2015, al 33% nel 2017, fino al 64% nel 2019<sup>54</sup>. Nel 2020 poi, le tecnologie finanziarie sono diventate essenziali per la sopravvivenza delle imprese durante la pandemia, agendo come strumento vitale. È lecito attendersi che questa trasformazione digitale continui in maniera esponenziale anche nel 2021, per ragioni connesse alla convenienza, all'inclusione e alla sostenibilità.

Parlando di finanza tecnologica, una particolare attenzione va rivolta al Regno Unito che è senza dubbio il "trascinatore" del Fintech tra i Paesi del Vecchio continente e che risulta attualmente esposto ad una serie di incertezze e di opportunità a causa della uscita dall'Unione Europea.

La posizione di rilievo del Regno Unito è attestata dal fatto che il suo peso supera il 10% nel mercato globale del Fintech e che il settore vale più di 11 miliardi di sterline all'anno sull'economia del Paese<sup>55</sup>. Nel 2019, inoltre, il Regno Unito ha battuto il record di investimenti in Fintech, raggiungendo i 4,9 miliardi di dollari in capitale raccolto, superando i 3,6 miliardi di dollari dell'anno precedente e classificandosi così al primo posto in Europa e al secondo nel mondo per investimenti da parte degli operatori di *Venture Capital*<sup>56</sup>. In aggiunta, si tenga conto di come il 44%

---

finanziari più comuni delle istituzioni finanziarie (i cosiddetti soggetti unbanked costituiscono una categoria adatta ad essere servita dai servizi Fintech online). Tale disomogeneità di diffusione del fenomeno è in parte diminuita per effetto delle nuove abitudini imposte dalla pandemia da Covid-19, la quale ha reso indispensabile il ricorso agli strumenti tecnologici.

<sup>54</sup> ERNST & YOUNG, *Global FinTech Adoption Index 2019*, consultabile al seguente link: [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/financial-services/ey-global-fintech-adoption-index-2019.pdf?download](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/financial-services/ey-global-fintech-adoption-index-2019.pdf?download). Il tasso di adozione globale sta crescendo più rapidamente del previsto. L'attuale tasso di adozione globale del 64% nel 2019 supera di 12 punti percentuali il tasso di adozione del 52% previsto nell'edizione precedente del 2017 ERNST & YOUNG, *Global FinTech Adoption Index 2017*, consultabile al seguente link: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-fintech-exec-summary-2017/\\$FILE/ey-fintech-exec-summary-2017.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-fintech-exec-summary-2017/$FILE/ey-fintech-exec-summary-2017.pdf) 11

<sup>55</sup> TELEBORSA, *Regno Unito, Governo valuta interventi per rafforzare settore fintech*, in *La Stampa*, pubblicato il 26/02/2021. Si pensi che l'ecosistema Fintech del Regno Unito ha attratto più capitali ed investimenti rispetto al resto dei primi 10 paesi europei messi insieme.

<sup>56</sup> Il rapporto di ERNST & YOUNG del 2020 ha rilevato che "Il Regno Unito rimane una capitale Fintech globale. Si stima che il settore fintech del Regno Unito abbia rappresentato circa £ 11,0 miliardi di entrate nel 2019, rispetto a circa £ 6,6 miliardi nel 2015. Negli ultimi cinque anni, il settore fintech del Regno Unito è diventato mainstream,

delle società Fintech in Europa, con un valore superiore a 1 miliardo di dollari, risulta avere la propria sede nel Regno Unito<sup>57</sup>.

Quanto alla regolamentazione del fenomeno nel Regno Unito, già nel 2014 l'ex cancelliere George Osborne aveva annunciato un piano per rendere l'isola leader mondiale del settore Fintech e nel 2016 la *Financial Conduct Authority* (FCA) aveva indetto il progetto pilota c.d. "Regulatory sandbox", con il quale si autorizzavano le aziende a testare sul mercato i nuovi servizi tecnologici, tra cui le criptovalute<sup>58</sup>. L'iniziativa è stata ampiamente supportata e replicata in più di 50 paesi, tra cui anche l'Italia<sup>59</sup>.

Con riguardo alle criptovalute, la loro circolazione non viene direttamente regolata dalla *Financial Conduct Authority*, che ha invece previsto un'autorizzazione per l'offerta di strumenti finanziari legati a

---

avendo ispirato e stimolato l'innovazione in settori più ampi dei servizi finanziari e della tecnologia". Il rapporto ha rilevato che i principali punti di forza dell'ecosistema fintech di Londra includevano l'accesso a talenti, capitali e domanda sia da parte delle imprese che dei consumatori. Ha anche rilevato che un punto di forza chiave era il regime politico del Regno Unito, osservando che "l'ambiente politico del Regno Unito è più maturo e progressivo rispetto ad altri mercati nell'ambito di applicazione, con il mandato esplicito di concorrenza della Financial Conduct Authority (FCA) che sembra essere una fonte di differenziazione. Rimane fortemente favorevole all'innovazione, con molti mercati che guardano al Regno Unito per iniziative normative e infrastrutturali di livello mondiale (ad esempio, il sandbox normativo della FCA e la New Bank Start-up Unit (NBSU) della Bank of England e l'open banking)".

<sup>57</sup> Secondo i dati di ERNST & YOUNG, *Global FinTech Adoption Index 2019*, *op cit.*

<sup>58</sup> Il Regulatory Sandbox è lo strumento messo a disposizione dal Regolatore britannico per consentire alle imprese (startup, ma anche *incumbent*) che operano nel settore finanziario di sviluppare prodotti e servizi innovativi sotto la supervisione dell'Autorità di Vigilanza. I soggetti ammessi a partecipare al Regulatory Sandbox possono, per un certo periodo, – nel Regno Unito 6 mesi – testare sul mercato i propri prodotti e servizi, mentre sono ancora in fase beta. Nella fase di test, l'offerta è soggetta a delle limitazioni: ad esempio, viene fissato un numero di clienti massimo al quale è possibile offrire il prodotto o il servizio oppure si stabilisce che lo stesso possa essere offerto soltanto a determinate fasce di clientela (investitori professionali e non *retail*). In questa fase, il Regolatore può altresì supportare le imprese attraverso l'emanazione di orientamenti non vincolanti o consentendo loro di derogare a linee guida o altri orientamenti emanate della stessa Autorità (ma non alle leggi nazionali, comunitarie o internazionali). Cfr. FCA, *Regulatory sandbox*, pubblicato il 11/05/2015, su [Fca.org.uk](http://Fca.org.uk)

<sup>59</sup> È stato il c.d. decreto Crescita (entrato in vigore a metà luglio 2019) a cogliere il cambiamento in atto con l'istituzione di un "sandbox fintech" analogo a quello britannico. Cfr. DECRETO-LEGGE 30 aprile 2019, n. 34, *Misure urgenti di crescita economica e per la risoluzione di specifiche situazioni di crisi*, convertito con modificazioni dalla L. 28 giugno 2019, n. 58, in *G.U.* 29/06/2019, n. 151.

queste<sup>60</sup>. Anche per quanto riguarda il loro commercio, non risultano ad oggi strumenti volti ad assicurare un eventuale risarcimento per i consumatori, né alcun meccanismo di tutela degli investitori per perdite dovute ad abusi di mercato. Tuttavia, dopo un primo momento durante il quale il fenomeno è stato evidentemente sottostimato da parte delle Autorità britanniche, nel settembre 2018 la Commissione del Tesoro (*Treasury Committee*), all'interno del suo rapporto finale, ha richiesto espressamente l'emanazione di una regolamentazione del mercato delle criptovalute, esprimendosi in senso contrario alle posizioni fino a quel momento assunte da governo del Regno Unito<sup>61</sup>. La Commissione ha infatti osservato come la regolamentazione del settore fosse indispensabile al fine di consentire una crescita sostenibile e di ridurre i rischi del settore.

Oggi, la FCA, la *Treasury Committee* e la *Bank of England*, che insieme compongono la *Taskforce Cryptoassets* del Regno Unito, stanno lavorando allo scopo di limitare i rischi per i consumatori e l'integrità del mercato, prevenire le attività illecite e proteggere dalle minacce alla stabilità finanziaria<sup>62</sup>. La FCA, inoltre, sta intensificando in modo stringente la sua supervisione sul commercio di criptovalute, diventando un punto di riferimento in un momento in cui le Autorità nazionali di tutto il mondo

---

<sup>60</sup> La FCA ha richiesto a tutte le aziende che offrono servizi legati alle criptovalute di registrarsi e dimostrare di essere conformi alle regole sull'antiriciclaggio. Nella comunicazione sulle valute digitali al Comitato del Tesoro, la FCA ha ribadito che «Cryptoassets themselves (i.e. those designed primarily as a means of payment / exchange) are generally not within the scope of FCA regulation. Transferring, buying and selling of cryptoassets, including the commercial operation of cryptoasset exchanges, will also typically fall outside the FCA's regulatory perimeter». Consultabile al seguente link <http://data.parliament.uk/writtenevidence/committeeevidence.svc/evidencedocument/treasurycommittee/digital-currencies/written/81677.html>.

<sup>61</sup> L'ex governatore della Bank of England, Mark Carney, in un noto discorso fatto in occasione della *Scottish Economics Conference* nel 2018, pur riconoscendo il crescente interesse per le criptovalute, ha tuttavia ribadito come queste non soddisfacessero ancora i requisiti per essere considerati validi mezzi di scambio alternativi alla sterlina, affermando, altresì, che le criptovalute non rappresentavano un rischio per la stabilità finanziaria del Regno Unito a causa delle loro piccole dimensioni rispetto al sistema finanziario. Cfr. MARK CARNEY, *The Future of Money*, Inaugural Scottish Economics Conference, Edinburgh University, 2 March 2018. Consultabile al seguente link <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2018/mark-carney-speech-to-the-inaugural-scottish-economia-convegno>

<sup>62</sup> Cfr. [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/752070/cryptoassets\\_taskforce\\_final\\_report\\_final\\_web.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/752070/cryptoassets_taskforce_final_report_final_web.pdf).

stanno facendo pressioni per regolare le piattaforme in cui queste vengono commercializzate<sup>63</sup>.

La *Bank of England*, infine, ha emesso uno strumento simile e alternativo alla criptovaluta, la c.d. *Central bank digital currency*, chiarendo, tuttavia, che questa altro non è che la forma digitale della moneta fiat emessa e supportata dallo Stato<sup>64</sup>.

Il panorama più recente, a seguito della Brexit, risulta caratterizzato da forti incertezze: sia nel Regno Unito, sia nell'Unione europea si stanno ancora sviluppando e perfezionando apparati normativi destinati al Fintech e si sta valutando il lancio di valute digitali nei prossimi anni. È ragionevole aspettarsi, pertanto, una ferrea competizione per la leadership nel settore e che i futuri tentativi regolamentari saranno plasmati a questo scopo.

La situazione di incertezza scaturita dalla Brexit risulta evidente: emblematico è che le società del Regno Unito che forniscono servizi finanziari sono ancora in attesa di chiarezza sul regime che disciplinerà le loro attività all'interno del Unione europea. Il c.d. TCA (*Trade and Cooperation Agreement*), ossia l'accordo sugli scambi e la cooperazione tra l'UE e il Regno Unito concluso il 24 dicembre 2020, ha infatti, potremmo dire, "rimandato" la questione, stabilendo l'obiettivo di concordare un memorandum d'intesa UE-UK sui servizi finanziari entro la fine del 2021<sup>65</sup>. L'obiettivo principale del TCA (in teoria) è quello di facilitare gli scambi di merci e servizi, tuttavia, ad oggi, consente alle imprese l'accesso reciproco ai rispettivi mercati solo mediante la costituzione di succursali o affiliate all'interno della giurisdizione del Paese in cui si intende operare<sup>66</sup>. Prima della Brexit, invece, il regime introdotto dal passaporto dell'Unione Europea consentiva alle imprese del Regno Unito (così come a quelle degli

---

<sup>63</sup> La FCA ha svolto indagini su 24 aziende attive nel settore delle criptovalute nel Regno Unito e ha aperto sette rapporti informativi nel corso del 2018. La FCA ha confermato come si stia focalizzando su «identifying and determining the most serious matters which pose the greatest risk to consumers».

<sup>64</sup> M. BECH, R. GARRATT, *Central Bank Cryptocurrencies*, in *BIS*. Retrieved August 25, 2020. Consultabile al seguente link [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1709f.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709f.pdf)

<sup>65</sup> Accordo sugli scambi commerciali e la cooperazione tra l'Unione europea e la Comunità europea dell'energia atomica, da una parte, e il Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord, dall'altra, su Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 30.4.2021, L 149/10, consultabile in lingua italiana al seguente link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX%3A22021A0430%2801%29&from=EN>

<sup>66</sup> Per un approfondimento sul tema, sia consentito il rinvio a M. MIGALDI, *Brexit e diritto societario europeo: analisi prospettica sulle possibili conseguenze*, in *Rivista di Diritto Societario*, 4, 2020, 1047-1091.

altri stati membri) di fornire liberamente servizi finanziari in tutta l'Unione purché approvati dalle Autorità del Paese d'origine<sup>67</sup>.

Un'altra delle soluzioni prospettate è rappresentata dal ricorso al sistema dell'equivalenza che, invero, già ricopre un ruolo centrale nella creazione di succursali nel settore dei servizi finanziari<sup>68</sup>, tuttavia, uno dei principali limiti delle decisioni di equivalenza è che da queste sono espressamente esclusi i servizi finanziari al dettaglio come, ad esempio, servizi di pagamento, mutui e assicurazioni<sup>69</sup>.

---

<sup>67</sup> All'interno dello Spazio economico europeo (EEA) – che comprende l'Unione europea e tre stati dell'EFTA (Associazione europea di libero scambio), Norvegia, Islanda e Liechtenstein – vige il cosiddetto passaporto unico nei servizi finanziari. Si tratta di un principio, sancito da ultimo nella direttiva 2013/36/UE (CRD IV), che stabilisce il mutuo riconoscimento, tra tutti gli stati della EEA, delle autorizzazioni e dei sistemi di vigilanza nazionali; esso discende dai principi del mercato unico (art. 26(2) del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea), e in particolare dalla libertà di stabilimento e dalla libertà di prestazione dei servizi (rispettivamente, artt. 49 e 56 del citato Trattato). Un intermediario finanziario che voglia operare in uno stato della EEA diverso da quello di insediamento deve, pertanto, fare riferimento unicamente all'Autorità di vigilanza del paese di insediamento per tutte le autorizzazioni e gli interventi di vigilanza; l'Autorità del paese ospite riconosce la validità delle une e degli altri anche nel proprio territorio.

<sup>68</sup> Con comunicazione COM(2019) 349 del 29 luglio 2019, la Commissione europea ha tracciato un bilancio del suo approccio globale in materia di equivalenza con i paesi terzi nel settore dei servizi finanziari. Negli ultimi anni il sistema di equivalenza dell'UE è diventato un importante strumento di promozione dell'integrazione dei mercati finanziari globali e della cooperazione con le autorità dei paesi terzi. L'UE valuta il contesto politico generale e la misura in cui i regimi normativi di un determinato paese terzo producono risultati equivalenti a quelli delle proprie norme. Le decisioni positive in materia di equivalenza sono misure unilaterali della Commissione che consentono alle autorità dell'UE di fare affidamento sulle norme e sulla vigilanza dei paesi terzi, dando la possibilità ai partecipanti al mercato provenienti da paesi terzi che operano nell'UE di conformarsi ad un unico insieme di norme.

<sup>69</sup> I servizi finanziari al consumo, chiamati anche servizi finanziari al dettaglio, sono servizi finanziari offerti ai consumatori ordinari. Coprono una vasta gamma di prodotti come: conti correnti e risparmio, servizi di pagamento, carte di credito, mutui, assicurazione, prodotti di investimento. La Commissione mira a promuovere la trasparenza e la protezione dei consumatori in questo settore. I consumatori dovrebbero essere in grado di prendere decisioni ben informate sui prodotti finanziari e avere la certezza di essere adeguatamente protetti. La Commissione mira inoltre a integrare ulteriormente il mercato. Non esiste ancora un mercato unico dell'UE completamente integrato per i servizi finanziari al dettaglio. Questi servizi funzionano ancora in gran parte su base nazionale e rimane difficile per i consumatori accedere o trasferire determinati prodotti finanziari oltre confine, come la maggior parte dei prodotti assicurativi o il credito ipotecario. Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Consumer financial services policy*, su *Ec.europa.eu*, consultabile al seguente link <https://ec.europa.eu/info/business->

Tutto ciò, dunque, comporta che le numerose imprese Fintech britanniche saranno costrette a stabilire succursali o nuove società controllate con sede in un Paese membro dell'Unione europea per continuare a fornire servizi finanziari al dettaglio o, in alternativa, affidarsi a decisioni di equivalenza unilaterali, il che comporta dei rischi notevoli in quanto queste possono essere revocate liberamente con un preavviso di soli 30 giorni<sup>70</sup>.

Per quanto concerne, invece, l'esportazione di servizi finanziari al di fuori dell'Unione, il Regno Unito sta procedendo alla negoziazione di accordi bilaterali con molti Stati; con la Svizzera è già stato siglato un accordo generale finalizzato al raggiungimento di un *agreement* di riconoscimento reciproco dei rispettivi servizi finanziari basato sui risultati<sup>71</sup>. Facile desumere, dunque, come il processo di apertura verso nuovi mercati per i servizi finanziari del Regno Unito sia già avviato. Difatti, è molto più semplice per il Regno Unito raggiungere un accordo commerciale di quanto non lo sia per l'Unione europea<sup>72</sup>.

L'obiettivo del Regno Unito è, senza dubbio, quello di dotarsi di un regime normativo e di tassazione del Fintech che si riveli quanto più

---

economy-euro/banking-and-finance/consumer-finance-and-payments/retail-financial-services/consumer-financial-services-policy\_en.

<sup>70</sup> La Commissione europea ha pubblicato una nota attuativa del regime EMIR relativamente al riconoscimento delle controparti centrali di Paesi terzi (*Practical implementation of the EMIR framework to non-EU central counterparties (CCPs)*). Vedi art. 25 del regolamento UE 648/2012, c.d. Regolamento EMIR. Vedi nota della Commissione europea sul riconoscimento di CCPs extra UE, su <http://www.dirittobancario.it/node/9309/pdf>. ; Cfr. anche Vedi art. 16 Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, in materia di accesso all'attività degli enti creditizi e vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, nota come "CRD IV", e recepita dal D.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, in G. U. n 134 del 12 giugno 2015.

<sup>71</sup> Cfr. *Temporary agreement between the Swiss Confederation (Switzerland) and the UK on services mobility*, pubblicato il 22 dicembre 2020, consultabile al seguente link [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/947456/uk-swiss-agreement-services-mobility.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/947456/uk-swiss-agreement-services-mobility.pdf)

<sup>72</sup> I negoziati relativi agli accordi commerciali dell'Unione europea sono condotti conformemente alle norme di cui all'articolo 218 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) che stabilisce le procedure e le competenze delle istituzioni dell'UE riguardo alla negoziazione e all'adozione di accordi tra l'Unione e i paesi terzi o le organizzazioni internazionali. L'articolo definisce le rispettive competenze del Consiglio, della Commissione europea o dell'alto rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e la politica di sicurezza, del Parlamento europeo e della Corte di giustizia dell'Unione europea nel contesto della procedura.



attraattivo possibile per le nuove società di servizi finanziari innovativi<sup>73</sup>. Occorre, al tal proposito, menzionare un documento molto significativo che pare influenzare i più recenti approcci regolatori nel Regno Unito: la c.d. *Kalifa Review of UK FinTech*<sup>74</sup>. Nel marzo 2021, appena due mesi dopo l'accordo sulla Brexit, il presidente di *Network International* Ron Kalifa ha presentato una serie di raccomandazioni finalizzate al mantenimento della leadership del Regno Unito nel Fintech e a sostenere le imprese britanniche del settore nella nuova realtà post-pandemica e post-Brexit<sup>75</sup>. Queste raccomandazioni includono alcune proposte di modifica ai regolamenti applicabili alle società quotate del Regno Unito, in modo da rendere il mercato britannico maggiormente attraattivo per le società Fintech. Tra le raccomandazioni, inoltre, viene prevista la creazione di un *Centre of Finance, Innovation and Technology* che guidi la crescita nell'ecosistema Fintech del Paese e la collaborazione sia nazionale che internazionale.

L'impatto della *Kalifa Review* nel Regno Unito è stato considerevole, tanto che nel Bilancio di primavera 2021, è stata attuata una delle raccomandazioni in essa contenute, ossia l'introduzione di un nuovo visto "accelerato" riservato alle società specializzate nel settore Fintech, volta ad aprire il Regno Unito alle società estere che offrono servizi digitali.

Alla luce di tutto ciò, è lecito ritenere che la Brexit, dopo avere generato un primo momento di fisiologica incertezza, possa costituire per il Regno Unito un'importante opportunità per consolidare e plasmare al meglio una struttura regolamentare, già abbastanza solida e innovativa, capace di generare un ulteriore sviluppo del settore.

#### 4. La diffusione e la qualificazione giuridica delle criptovalute

---

<sup>73</sup> Il governo del Regno Unito sta anche attivamente valutando l'emissione di una propria valuta digitale, sostenuta dalla Banca d'Inghilterra.

<sup>74</sup> Cfr. RON KALIFA OBE, *The Kalifa Review of UK FinTech*, su Gov.UK, 26 Febbraio 2021, consultabile al seguente link [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/978396/KalifaReviewofUKFintech01.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/978396/KalifaReviewofUKFintech01.pdf)

<sup>75</sup> Rohinton "Ron" Kalifa Obe è un noto imprenditore britannico, oltre ad essere presidente di *Network International* è stato amministratore delegato di *Worldpay Group* per oltre dieci anni dal 2002 al 2013, per poi continuare come vicepresidente. È stato nominato OBE nella Queen's New Year 2018 Honours List per i servizi finanziari e la tecnologia. Cfr. N. MEGAW, *Network appoints ex-Worldpay chief as chairman ahead of IPO*, in *Financial Times*, 14 Marzo 2019.

Appurato il frastagliato quadro regolamentare odierno, l'esigenza di una disciplina organica ed omogenea tra i singoli Stati europei si accentua con riguardo alle criptovalute<sup>76</sup>, il cui utilizzo rappresenta senza dubbio un fenomeno che travalica le frontiere nazionali e si pone alla base dell'attuale rivoluzione della finanza tradizionale. Le valute virtuali, intese come "prodotti" finanziari, sono infatti parte integrante del processo evolutivo della finanza tecnologica ed hanno trovato larga diffusione in ragione della loro capacità di assolvere alla funzione di strumento in grado di riscuotere fiducia tra le fasce di popolazione più giovani<sup>77</sup>.

Nel 2015 la Banca Centrale Europea, escludendone la qualificazione giuridica di moneta, ha definito le criptovalute come «*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*»<sup>78</sup>.

Successivamente, il legislatore Italiano col D.Lgs. 25 maggio 2017 n. 90, ha introdotto una prima disciplina in materia ed ha avuto altresì il merito di fornire, per la prima volta a livello europeo ed internazionale, una definizione di valuta virtuale<sup>79</sup>. Alla luce di tale definizione, le criptovalute vengono riconosciute dal legislatore nazionale quali validi mezzi di pagamento (dematerializzati), alternativi a quelli tradizionali, sebbene rischiosi, proprio in ragione del fatto che non sono emessi da banche centrali, bensì da soggetti privati che operano sul web<sup>80</sup>.

---

<sup>76</sup> Cfr. M. MANCINI, *Valute virtuali e bitcoin*, in *Analisi giur. econ.*, 2015, 117 ss., in cui l'A. evidenzia come l'unico ordinamento europeo che ha regolamentato il fenomeno già dal 2013 sia la Germania.

<sup>77</sup> Così S. CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, Milano, 2015, 5.

<sup>78</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, *Virtual currency schemes – a further analysis*, February 2015, consultabile online al seguente indirizzo <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf>

<sup>79</sup> Ai sensi dell'art. 1, comma 2, lett. qq), del d.lgs. n. 90/2017, così come novellato e integrato dall'art. 1, comma 1, lett. h), del d.lgs. n. 90/2017, per valuta virtuale deve intendersi «rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente». Cfr. d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, di attuazione della Direttiva UE 2015/849, relativa alla «prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo e recante modifica delle Direttive 2005/60/CE e 2006/70/CE e attuazione del Regolamento (UE) n. 2015/847 riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi e che abroga il Regolamento (CE) n. 1781/2006».

<sup>80</sup> Per approfondire si veda D. CAPOTI, E. COLACCHI, M. MAGGIONI, *Bitcoin Revolution. La moneta digitale alla conquista del mondo*, Milano, 2015; G. LEMME, *Criptomoneta e distacco*

Le valute virtuali vengono generalmente poste in antitesi rispetto a quelle tradizionali, tale circostanza non deve tuttavia indurre a pensare che esse siano per loro natura incompatibili con il sistema delle banche centrali e della intermediazione bancaria, in quanto nulla osta affinché una moneta virtuale venga creata per volontà sovrana di uno Stato, che ne sia dichiarato il “corso legale” e che divenga a tutti gli effetti una valuta nazionale<sup>81</sup>.

In giurisprudenza è il Tribunale di Verona a fare da apripista, avendo avuto il merito di operare per la prima volta un inquadramento giuridico dell’attività di conversione tra una valuta avente corso legale e una valuta virtuale ad opera di una società di cambio<sup>82</sup>. Nel caso di specie il giudice, riprendendo la definizione introdotta dalla Risoluzione n. 72/E dell’Agenzia delle Entrate<sup>83</sup>, qualificava l’operazione di cambio come una

---

*dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in *Rivista di diritto bancario*, 2016, 381 ss.; R. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Diritto dell’informazione e dell’informatica*, 2017, 27 ss.; P. IEMMA, N. CUPPINI, *La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute diffidenze*, in *www.dirittobancario.it*, 8 marzo 2018; V. DE STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, valute complementari e regole di adempimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 747 ss.; C. LANFRANCHI, *Profili giuridici delle valute virtuali*, in *Cyberspazio e diritto*, 2019, 43 ss.

<sup>81</sup> Ne è un esempio la Repubblica di El Salvador che è diventata il primo Stato al mondo a dare corso legale al Bitcoin. Il parlamento del paese centroamericano ha approvato la proposta del presidente Nayib Bukele e la legge entrerà in vigore a partire dal 7 settembre 2021. Questo rappresenta un esperimento monetario senza precedenti, che potrebbe avere implicazioni molto importanti sia sulle sorti del Bitcoin, sia sull’economia del paese, dove al momento la valuta legale è il dollaro americano. Viene previsto che quest’ultimo manterrà comunque il suo corso legale e sarà la valuta di riferimento per la rendicontazione dei bilanci; El Salvador, pertanto, avrà pertanto due valute. La legge approvata, sancendo il corso legale della moneta elettronica, ne impone dunque l’accettazione come mezzo di pagamento. Prevede poi che tutti i debiti espressi in dollari ancora in sospeso possano essere saldati in Bitcoin e da la possibilità ai contribuenti di utilizzare quest’ultimo strumento per pagare le tasse. Inoltre, sancisce che il prezzo di qualsiasi prodotto o servizio possa essere espresso in Bitcoin, rendendo così la criptovaluta un’unità di conto ufficiale nel paese. Infine, lo stato di El Salvador si impegna a garantire ai suoi residenti la conversione automatica e istantanea tra Bitcoin e dollari, e viceversa. Cfr. V. CARLINI, *El Salvador legalizza il bitcoin, è il primo paese al mondo. Lo Stato sfida la moneta tradizionale?*, in *IlSole24ore.com*, 9 giugno 2021.

<sup>82</sup> Cfr. Tribunale di Verona, 24 gennaio 2017, n. 195, con nota di N. BARESI, su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 28 marzo 2017.

<sup>83</sup> Risoluzione del 02/09/2016 n. 72 - Agenzia delle Entrate - Direzione Centrale Normativa. La risoluzione fornisce chiarimenti sul trattamento tributario ai fini IRES e IRAP delle società che svolgono attività di servizi relativi a monete virtuali, nonché il trattamento ai fini IVA delle operazioni di acquisto/vendita di monete virtuali effettuate

prestazione a titolo oneroso *sub specie* di intermediazione nell'acquisto e vendita di Bitcoin, cristallizzando pertanto l'accordo nell'istituto civilistico dell'art. 1321 c.c.

È invece il Tribunale di Firenze, con sentenza n. 18 del 2019, a fornire per la prima volta una classificazione giuridica al fenomeno, affermando che le criptovalute possono essere considerate "beni" ai sensi dell'art. 810 c.c., in quanto "oggetto di diritti" come ormai riconosciuto dallo stesso legislatore nazionale, che le considera un mezzo di scambio in un sistema pattizio e non regolamentato, in cui i soggetti vi partecipano e ne accettano i rischi derivanti dalla mancata qualificazione quale moneta legale. Secondo il Tribunale di Firenze le valute virtuali rientrerebbero, dunque, nel novero dei cosiddetti beni immateriali, come ad esempio i brevetti, le opere d'ingegno e le invenzioni industriali<sup>84</sup>.

#### *4.1. Segue. L'ammissibilità del conferimento di criptovalute nelle società di capitali. Primi approcci giurisprudenziali in Italia*

Poste queste premesse, nel diritto societario italiano, non parrebbero sussistere ostacoli ad un conferimento di criptovalute in società di capitali, siano esse società per azioni o società a responsabilità limitata. Le valute virtuali anzi potrebbero risultare funzionali alla raccolta di capitali da parte di imprese di piccole e medie dimensioni<sup>85</sup>; ancor più se si considera che la legge di Bilancio 2019 ha accordato alle piattaforme di crowdfunding la possibilità di collocare on line, nei limiti di legge, quote di partecipazione societarie, obbligazioni e titoli di debito<sup>86</sup>.

---

da tali società. Il documento di prassi precisa, infine, che tali società sono tenute agli obblighi di adeguata verifica della clientela, di registrazione nonché di segnalazione ai sensi del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231.

<sup>84</sup> Tribunale di Firenze, sez. fallimentare, sentenza 21/01/2019 n. 18. Per approfondire in tema di qualificazione giuridica delle criptovalute si veda G. RINALDI, *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptomonete*, in *Contratto e Impr.*, 2019, 1, 257 ss.

<sup>85</sup> Così D. RESTUCCIA, *Il notaio nel terzo millennio, tra sharing economy e blockchain*, in *Notariato*, 2017, 53 ss.

<sup>86</sup> La c.d. Legge di Bilancio 2019 (la l. 30 dicembre 2018, n. 145) ha previsto che attraverso tali piattaforme operanti on line possano essere vendute non soltanto quote di partecipazione, ma anche obbligazioni e strumenti finanziari di debito delle PMI, nei limiti stabiliti dal codice civile. In quest'ottica, anche la normativa secondaria è stata modificata<sup>28</sup>: dopo essere stato sottoposto a consultazione pubblica il 18 ottobre 2019, il c.d. Regolamento Crowdfunding è quindi stato adeguato al nuovo Regolamento UE 2017/1129 e alla c.d. Legge di Bilancio 2019.

Il primo caso di conferimento di criptovalute in una società di capitali giudicato da un Tribunale italiano ha riguardato il rigetto della richiesta di iscrizione nel registro delle imprese della delibera assembleare che aveva disposto l'aumento del capitale di una società a responsabilità limitata mediante conferimento in natura di criptovaluta<sup>87</sup>. La questione è stata sottoposta al Tribunale di Brescia e successivamente alla Corte d'Appello di Brescia: entrambi i collegi hanno giudicato che la delibera non potesse essere iscritta nel pubblico registro, sebbene con motivazioni differenti<sup>88</sup>.

Il giudice di primo grado, infatti, soffermandosi sui requisiti fondamentali dei beni conferibili<sup>89</sup>, ha ritenuto che la criptovaluta in

---

<sup>87</sup> Il ricorso è stato proposto in data 21 maggio 2018 ai sensi dell'art. 2436, terzo comma, c.c. da (...) in qualità di amministratore unico di (...) (di seguito la "Società"), avverso il rifiuto del Notaio di provvedere all'iscrizione nel Registro delle Imprese della delibera del 20 aprile 2018 con la quale l'assemblea della Società ha aumentato proporzionalmente il capitale sociale da Euro 10.000,00 a Euro 1.410.000,00 mediante conferimento in natura dei seguenti beni: – con riferimento al socio (...) n. 35.109,56 unità della criptovaluta denominata "(...)", con liberazione di capitale pari a Euro 714.000,00; – con riferimento al socio (...) n. 23 opere d'arte costituite da dipinti su tela, di autori vari, con liberazione di capitale pari a residui Euro 686.000,00. Con nota del 30 aprile 2018 il Notaio ha comunicato il proprio diniego all'iscrizione nel Registro delle Imprese della suddetta delibera, ritenendola "non essere sufficientemente dotata dei requisiti di legittimità per ordinarne una immediata e incondizionata iscrizione". In particolare, le censure investivano la parte di delibera riguardante il conferimento della moneta virtuale (...), con riferimento alla quale il notaio evidenziava che le "criptovalute", stante la loro volatilità, "non consentono una valutazione concreta del quantum destinato alla liberazione dell'aumento di capitale, sottoscritto", né di valutare l'effettività del conferimento.

<sup>88</sup> Il decreto di rigetto del Tribunale di Brescia 18 luglio 2018, depositato il 25 luglio, n. 7556/2018 e la sentenza della Corte di Appello di Brescia 24 ottobre 2018, depositata il 30 ottobre, emessa in sede di reclamo, sono pubblicate in estratto, con nota di S. COAN E E. PALUDET, *Sull'ammissibilità del conferimento di criptovalute nel capitale sociale di s.r.l.*, in *RDS*, 4, 2019, 773 ss.,

<sup>89</sup> Il collegio afferma che i requisiti dei beni dati in conferimento debbano essere: a) l'idoneità a essere oggetto di valutazione, in un dato momento storico, prescindendosi per il momento dall'ulteriore problematica connessa alle potenziali oscillazioni di valore; b) l'esistenza di un mercato del bene in questione, presupposto di qualsiasi attività valutativa che impatta poi sul grado di liquidità del bene stesso e perciò sulla velocità di conversione in denaro contante; c) l'idoneità a essere oggetto di forme di esecuzione forzata (pur riconoscendo che parte della dottrina ritiene tale ultimo requisito irrilevante). La funzione di garanzia del capitale sociale è, infatti, una teoria superata: la funzione essenziale oggi riconosciuta al capitale sociale è quella della produttività dell'azienda, volto ad assicurare l'equilibrio economico-finanziario della stessa. Ed è proprio nel concetto di redditività dell'impresa che i creditori sociali trovano conforto. "In tale ottica perciò risulterebbe conferibile qualunque entità funzionale al

questione non fosse rispondente al requisito previsto all'art. 2464 c. 2 c.c., non potendo essere assimilata ad un bene suscettibile in concreto di una valutazione economica attendibile<sup>90</sup>. Nel caso di specie, pur tenuto conto della novità della questione, la perizia di stima prodotta non presentava un livello di completezza e affidabilità sufficiente per consentire un vaglio di legittimità della delibera in esame. Infatti, a seguito della discussione in udienza era emerso che la criptovaluta conferita non fosse presente in alcuna piattaforma di scambio tra criptovalute ovvero tra criptovalute e monete aventi corso legale, con la conseguente impossibilità di fare affidamento sui prezzi<sup>91</sup>. Il Tribunale lasciava però aperta la possibilità di conferimento di monete virtuali che, contrariamente a quella del caso di

---

conseguimento dell'oggetto sociale" cfr. Cass., 19 febbraio 2018, n. 3946; Cass., 24 aprile 1998, n. 4236; Cass., 5 febbraio 1996, n. 936. Inoltre, anche qualora si volesse ipotizzare un caso di esecuzione forzata da parte dei creditori, alcuni precedenti mostrano come già in passato siano avvenute delle operazioni simili. Ad esempio il Tribunale di Firenze durante la fase fallimentare della BitGrail (gestore di una piattaforma exchange) ha disposto, in via cautelare, il sequestro di circa 2000 Bitcoin custoditi su un indirizzo appartenente alla stessa società successivamente trasferiti al Tribunale stesso. Pertanto, anche qualora volessimo pensare alla funzione del capitale sociale in un'ottica di garanzia dei creditori, le criptovalute assolverebbero ugualmente al soddisfacimento dei creditori, senza costituire un ostacolo al conferimento.

<sup>90</sup> Acquista, dunque, ancora una volta, un rilievo determinante il primo dei presupposti previsti dalla legge in ordine ai conferimenti ammessi, sia nelle società a responsabilità limitata, sia nelle società per azioni (con le debite differenze, soprattutto in riferimento alle prestazioni d'opera e servizi), ossia sulla imprescindibile suscettibilità ad essere oggetto di valutazione economica, da intendere come idoneità a rappresentare un valore preciso non solo per i soci, ma soprattutto per i terzi. Per un'approfondita disamina in tal senso, per le società per azioni, *ex multis*, si veda G. OLIVIERI, *sub art. 2343*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da D'ALESSANDRO, Padova, 2010, 154 ss.; per le società a responsabilità limitata, v. P. MASÌ, *sub art. 2464*, in *Società di capitali. Commentario*, G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), Napoli, 2004, 1422 ss.; M. AVAGLIANO, *sub art. 2464*, in *Comm. alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, Milano, 2008, 45 ss.

<sup>90</sup> Si veda M. CIAN, *La criptovaluta. Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 315 ss.

<sup>91</sup> Risulta agli atti che l'unico "mercato" nel quale la criptovaluta oggetto di conferimento opera è costituito da una piattaforma dedicata alla fornitura di beni e servizi riconducibile – secondo quanto dichiarato dalla ricorrente – ai medesimi soggetti ideatori della criptovaluta, nel cui ambito, assai ristretto, funge da mezzo di pagamento accettato: ne deriva, dunque, un carattere *prima facie* autoreferenziale dell'elemento attivo conferito, incompatibile con il livello di diffusione e pubblicità di cui deve essere dotata una moneta virtuale che aspira a detenere una presenza effettiva sul mercato. La perizia di stima si limitava sul punto a riportare il "valore normale" dei beni tratto dalle quotazioni del sito internet della stessa criptovaluta.

specie, rispondano a determinati requisiti quali certezza, affidabilità, livello di diffusione e velocità ad essere convertita in denaro contante (ad oggi, solo i Bitcoin); secondo il Tribunale, quindi, la stima dei conferimenti in criptovaluta effettuata dall'esperto non è rivolta a verificare l'idoneità della categoria del bene ad essere suscettibile di conferimento, bensì solo se quel bene specifico soddisfa i requisiti di cui al secondo comma dell'art. 2464 c.c..

Nel procedimento di reclamo, la Corte d'Appello di Brescia confermava il rigetto del ricorso proposto, sia pure con una motivazione differente da quella del Tribunale di primo grado: secondo la Corte, infatti, la criptovaluta, pur presentando caratteristiche proprie dei beni mobili<sup>92</sup>, deve essere assimilata, sul piano funzionale, al denaro, in quanto utilizzata come mezzo di scambio idoneo ad attribuire valore, quale contropartita di scambio, ai beni e ai servizi negoziati in un dato mercato. La criptovaluta, pertanto, non può essere considerata alla stregua di questi ultimi, che sono, per loro natura, acquistabili attraverso il denaro, e perciò idonei ad essere oggetto di valutazione tecnica mediante perizia di stima. Di conseguenza, secondo la Corte, risulterebbe errato determinare il valore economico della criptovaluta mediante la procedura ex artt. 2464 e 2465 c.c. – riservata a beni, servizi ed altre utilità, diversi dal denaro – non essendo possibile attribuire un valore di scambio ad un'entità essa stessa costituente elemento di scambio (contropartita) nella negoziazione<sup>93</sup>.

La Corte, tuttavia, conclude asserendo che le criptovalute, attesa la loro volatilità, non consentono una valutazione concreta del quantum destinato alla liberazione dell'aumento di capitale sottoscritto, affermando altresì l'impossibilità di assegnare a queste – in assenza di un sistema di scambio idoneo a determinarne l'effettivo valore ad una certa data – un

---

<sup>92</sup> Dato che emerge dal richiamo, sempre fatto in assemblea, alle relative "credenziali di accesso, necessarie e utili, per l'utilizzo elettronico e commerciale".

<sup>93</sup> Secondo la Corte d'Appello di Brescia la "criptovaluta" è 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 ai servizi, o altre utilità, ivi negoziati. Indiscussa la sua funzione di pagamento – tanto che in sede di assemblea si è appunto affermato che "il (...) 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" –, è chiaro che la "criptovaluta" deve essere assimilata, sul piano funzionale, al denaro. Essa serve, infatti, come l'Euro, per fare acquisti, sia pure non 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.

controvalore preciso in Euro, essendo a tal fine precluso, per le ragioni suesposte, il ricorso alla perizia di stima.

I due provvedimenti risultano essere i primi, e finora gli unici, ad affrontare specificamente il tema, pertanto, si rende opportuna una riflessione al fine di comprendere se sia possibile, invero, giungere ad una conclusione positiva riguardo la conferibilità delle criptovalute nelle società di capitali.

Preliminarmente va evidenziato come in ambito societario la nozione giuridica di denaro sia estremamente ristretta, al punto da non farvi rientrare neanche la valuta estera (il cui apporto a capitale è un conferimento in natura)<sup>94</sup>. Pertanto, parrebbe agevole concludere che al conferimento di criptovalute non possa applicarsi la disciplina dei conferimenti in denaro ex art. 2464, comma 3, c.c., in quanto, a prescindere dalla loro estrema volatilità, in mancanza di un'Autorità centrale che ne regoli l'erogazione, risulta impossibile parlare di valuta avente corso legale idonea pertanto a costituire «mezzo non rifiutabile di adempimento delle obbligazioni (ex artt. 1277 c.c. e 1195 c.c.)»<sup>95</sup>. L'assimilazione al conferimento in denaro è da escludere anche in forza di ulteriori impedimenti, tra cui, in primo luogo, la Direttiva UE 849/2015, che all'art. 3, n. 18), definisce il concetto di valuta virtuale, precisando che non possiede lo status giuridico di valuta o moneta<sup>96</sup>; in secondo luogo, è orientamento di tutte le principali istituzioni finanziarie e delle autorità di vigilanza europee (EBA, ESMA, EIOPA) che «le valute virtuali attualmente disponibili [...] non godono dello status giuridico di valuta o di moneta»<sup>97</sup>. Alla negazione dello status di valuta o moneta si è giunti

---

<sup>94</sup> Cfr. M. CIAN, *op. cit.*, 334 ss., secondo il quale le ragioni della contrazione della nozione di denaro alla sola moneta legale domestica vanno rintracciate nella necessità di garantire l'integrità del capitale: la risorsa conferita è destinata

non a un pagamento fine a se stesso, ma a concorrere alla formazione di un patrimonio (di partenza), che viene espresso in un valore la cui effettività deve essere assicurata.

<sup>95</sup> Così S. CERRATO, *Negoziare in rete: appunti su contratti e realtà virtuale nell'era della digitalizzazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 423 ss.

<sup>96</sup> Il n. 18) è stato introdotto successivamente all'adozione della direttiva UE 849/2015, per effetto dell'art. 1 della direttiva UE 843/2018.

<sup>97</sup> L'affermazione è contenuta in un avviso congiunto diramato ad inizio 2018 (disponibile all'indirizzo [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/joint\\_esas\\_warning\\_on\\_virtual\\_currencies.it.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/joint_esas_warning_on_virtual_currencies.it.pdf)), condiviso anche da Banca d'Italia ([www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali-2018/index.html](http://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali-2018/index.html)). Si veda anche BCE, *Virtual currency schemes – a further analysis*, 23, documento disponibile all'indirizzo [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemesen.pdf)).



anche in diversi ordinamenti nazionali, tra i quali la Finlandia<sup>98</sup>, la Svizzera<sup>99</sup>, la Svezia, la Germania, la Malaysia, l'Indonesia<sup>100</sup>, nonché negli Stati Uniti dove la giurisprudenza ha più volte affermato, con specifico riguardo al Bitcoin, come questa moneta non debba essere considerata alla stregua del denaro, bensì della merce<sup>101</sup>.

L'esclusione della natura pecuniaria della criptovaluta, dunque, parrebbe sufficiente ad affermare come, in ambito societario, sia più corretto collocare il suo conferimento tra quelli relativi ai beni in natura, contrariamente a quanto argomentato dalla Corte.

La sentenza della Corte d'Appello di Brescia non convince nella parte in cui, classificandola come *tertium genus* tra il denaro in senso valutario e i beni mobili, ritiene che la criptovaluta non sia suscettibile di conferimento, in quanto la sua natura "ibrida" non ne permette ancora una classificazione univoca<sup>102</sup>. Seguendo tale ragionamento, infatti, si dovrebbe concludere che la mancanza di norme adeguate e di criteri certi per l'individuazione della natura giuridica e del valore delle criptovalute, rappresenti un ostacolo invalicabile alla loro imputabilità a capitale sociale, in tutti i tipi di società. Una siffatta conclusione non pare condivisibile in quanto, dalle disposizioni dettate in materia di conferimenti per le società per azioni e per le società a responsabilità limitata, è possibile rilevare che mentre nella società per azioni il legislatore, ponendo l'accento sulla tutela e sul bilanciamento dei

---

<sup>98</sup> K. POHNJANPALO, *Bitcoin Judged Commodity in Finland After Failing Money Test*, 20 gennaio 2014, consultabile all'indirizzo [www.suomenpankki.fi/en/suomen\\_pankki/ajankohtaista/muut\\_uutiset/Pages/uutinen\\_140114.aspx](http://www.suomenpankki.fi/en/suomen_pankki/ajankohtaista/muut_uutiset/Pages/uutinen_140114.aspx).

<sup>99</sup> Cfr. R. SIFFERT, S. PETROVIĆ, T. JAKŠIĆ, *Payment of the Capital Contribution of a Company Limited by Shares in a Cryptocurrency*, in *Zagreb Law Review*, 8 (2)2019, 95-114.

<sup>100</sup> Si vedano [www.bloomberg.com/news/2014-01-21/bitcoin-becomes-art-as-swedish-taxman-rejectscreative-currency.html](http://www.bloomberg.com/news/2014-01-21/bitcoin-becomes-art-as-swedish-taxman-rejectscreative-currency.html) (per la Svezia), <http://www.theguardian.com/technology/2013/aug/19/bitcoinunit-of-account-germany> (per la Germania), <http://www.theguardian.com/technology/2014/jan/06/malaysian-central-bank-warns-against-bitcoin> (per la Malaysia) e <http://www.coindesk.com/indonesiacentral-bank-warns-bitcoin-use/> (per l'Indonesia).

<sup>101</sup> Cfr. la decisione del *Northern District of California*, in *Hash Fast Technologies LLC v. Lowe* (Case No: 15-03011), consultabile al seguente link <https://blockchainlawguide.com/resources/2016-02-22---Bankruptcy-of-HashFast-Technologies-LLC---Court-Order---Bitcoin-Is-Not-U.S.-Currency.pdf>.

<sup>102</sup> Secondo la Corte di Appello di Brescia non basta la circostanza che la criptovaluta assolva a strumento di pagamento, come il denaro, in quanto, a prescindere dalla sua volatilità, non esiste allo stato attuale un sistema di cambio della stessa stabile e agevolmente affidabile (al pari di quanto avviene, ad esempio, per le monete aventi corso legale in altri Stati).

molteplici interessi coinvolti, impone limiti più stringenti al novero di entità conferibili a capitale<sup>103</sup>, per la società a responsabilità limitata, la persistente funzione di garanzia dell'integrità del capitale sociale non snatura «la rilevanza centrale del socio», in considerazione della particolare natura di “ibrido” del tipo di società<sup>104</sup>.

Va ricordato, infatti, che la riforma del 2003, modificando il 2° comma dell'art. 2464 c.c., ha introdotto la possibilità di conferire in s.r.l. qualsiasi elemento dell'attivo suscettibile di valutazione economica. Bisogna pertanto ritenere che una qualsiasi utilità economica possa formare oggetto di conferimento quando sia produttiva di una situazione giuridica positiva per il patrimonio sociale e sia idonea a concorrere alla formazione del capitale sociale, così da tutelare i creditori sociali e i terzi<sup>105</sup>. Le criptovalute, quale “rappresentazione digitale di valore”, sono un bene suscettibile di circolazione e, pertanto, conferibili.

Il problema, dunque, concerne la loro idoneità ad essere economicamente valutate attraverso il procedimento di stima previsto dagli artt. 2343 e 2465 c.c.: il legislatore non individua specifici criteri cui l'esperto debba attenersi nello svolgimento dell'attività estimativa, mentre la dottrina, escludendo che la stima debba orientarsi sul valore di realizzo, ossia il prezzo che si ricaverebbe mirando ad una rapida liquidazione del cespite, ritiene che questa debba essere orientata sul valore di scambio, inteso come prezzo che la società dovrebbe sostenere per procurarsi l'utilità sul mercato ai sensi dell'art. 1474, 2° comma, c.c.<sup>106</sup>.

Alla luce di ciò, si rende necessario operare una netta distinzione tra criptovalute quotate in Borsa (ad oggi solo il Bitcoin), criptovalute

---

<sup>103</sup> Il riferimento è chiaramente all'art. 2342, comma 5, c.c., per il quale «non possono formare oggetto di conferimento le prestazioni di opera o servizi», avendo, la società per azioni, la sola possibilità di ammetterli a titolo di apporto (e non anche di conferimento) ed emettere, a fronte di essi, ex art. 2346, comma 6, c.c., «strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti».

<sup>104</sup> Con riguardo al principio per cui la disciplina dei conferimenti nella società a responsabilità limitata sembrerebbe accentuare il collegamento con le società di persone piuttosto che con le società per azioni cfr., *ex multis*, G.C.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, 683 ss.; V. SANTORO, *I conferimenti e le quote nella società a responsabilità limitata*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, V. SANTORO (a cura di), Milano, 2003, 87.

<sup>105</sup> Cfr. M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato Colombo-Portale* (Torino, 2004), 29 ss.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 2010, 285 ss.

<sup>106</sup> In questi termini M. MIOLA, *op. cit.*, 356 ss.

negoziato sui *marketplace* ed, infine, quelle che non risultano né quotate né negoziate. Nel primo caso, sarà senz'altro possibile effettuare una valutazione economica della criptovaluta in base alle quotazioni; nel secondo, la valutazione di stima potrebbe consistere nel calcolare una media tra i valori proposti sui vari *marketplace*<sup>107</sup>; per l'ultima categoria, infine, l'assenza di qualsiasi parametro di riferimento ci induce a considerare l'ipotesi che le stesse non appartengano ad un vero e proprio mercato, con la conseguenza che non ne risulterebbe quantificabile il valore. Non si potrà, pertanto, prescindere da un'indagine del caso concreto, volta ad accertare l'esistenza di un mercato di riferimento della criptovaluta in oggetto e il relativo valore da questi attribuito.

Infine, occorre ricordare che la riforma del 2003 ha introdotto un'ulteriore notevole differenza rispetto alla disciplina della s.p.a.: l'art. 2464, comma 4, c.c. stabilisce, infatti, che il versamento iniziale dovuto al momento della sottoscrizione dell'atto costitutivo di una s.r.l. possa essere sostituito dalla stipula, per un importo almeno corrispondente, di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria<sup>108</sup>. Pertanto, in tal caso, non sorge alcun dubbio sulla possibilità di un conferimento di valute virtuali nel capitale sociale, a condizione che venga prestata una idonea garanzia.

In conclusione, alla luce dei ragionamenti condotti, si ritiene di poter giungere ad una conclusione positiva circa la conferibilità delle criptovalute, diversamente da quanto ritenuto dalla giurisprudenza

---

<sup>107</sup> Sull'opportunità di procedere ad una media ponderata dei valori riportati dalle principali piattaforme, M. NATALE, *Dal "cripto-conferimento al "cripto-capitale"?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 753.

<sup>108</sup> Comma così modificato dall'art. 9, comma 15-bis, D.L. 28 giugno 2013, n. 76 convertito nella L. 9 agosto 2013, n. 99. È bene precisare che la fideiussione bancaria o la polizza di assicurazione surrogerebbero il solo versamento dovuto all'atto della sottoscrizione e non anche l'oggetto del conferimento che, pertanto, resterebbe il denaro e non la polizza o la fideiussione. Tanto è vero che il socio "può in ogni momento sostituire la polizza con il versamento del corrispondente importo in denaro". È discusso se possano o meno formare oggetto del conferimento le garanzie reali (si pensi all'ipoteca) e personali (quali la fideiussione o l'avallo). La tradizionale dottrina lo nega sul presupposto che un siffatto conferimento non comporterebbe un vero e proprio incremento patrimoniale a favore della società. In tal senso v. E. SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1950. Di diverso avviso la giurisprudenza, che ha ritenuto ammissibile il conferimento delle garanzie reali e personali allorché le stesse siano utili per il conseguimento dell'oggetto sociale (*ex art. 2247 c.c.*) e suscettibili di valutazione economica (*ex art. 1174 c.c.*). In questo senso cfr. Trib. Napoli, 22 marzo 1994; App. Firenze, 26 aprile 1985.

osservata, quantomeno con riguardo alla società a responsabilità limitata. Le valute virtuali sebbene non possano essere considerate denaro, rappresentano pur sempre dei beni scambiati in appositi mercati secondo la legge economica della domanda e dell'offerta e, pertanto, potranno essere oggetto di stima in base ai valori del mercato cui appartengono.

### 5. *Riflessioni conclusive*

Le argomentazioni e le conclusioni fin qui esposte sembrano lasciare aperti non pochi dubbi e perplessità, tanto con riguardo alla regolamentazione del fenomeno FinTech in prospettiva europea, quanto in merito all'applicazione delle norme di diritto societario "tradizionali" ai prodotti della tecnologia finanziaria, tra i quali, come visto, un ruolo senz'altro di rilievo è ricoperto dalle criptovalute<sup>109</sup>.

Come osservato, la rivoluzione tecnologica vive un'irrefrenabile ascesa, inserendosi poderosamente in tutte le dinamiche economiche, giuridiche e sociali odierne, proponendo modelli, prodotti e soluzioni alternative a quelle tradizionali. Al contrario, la sua regolamentazione risulta essere non solo in forte ritardo, ma pare, invero, inseguire affannosamente i cambiamenti in atto, senza riuscire ad indirizzarne in alcun modo gli sviluppi. I tentativi di regolamentazione analizzati, infatti, pur avendo il pregio di porre le basi per una prima ed embrionale disciplina, difettano ancora dei caratteri di uniformità e organicità richiesti da un fenomeno di tale portata.

Poiché il percorso avviato necessita di ancora di molta strada, risulta necessario (almeno per il momento) risolvere le questioni sottese al fenomeno con l'ausilio delle disposizioni vigenti, mediante sforzi interpretativi che consentano di giungere a soluzioni di "apertura" nei riguardi delle innovazioni tecnologiche. Il compito dell'interprete, infatti, non può (e non deve) limitarsi al mero auspicio che venga emanata una regolamentazione unitaria in materia, né consistere in prese di posizione di assoluta "chiusura", poiché il mercato chiede e chiederà sempre di più

---

<sup>109</sup> È evidente come la criptovaluta costituisca una frattura rispetto agli schemi giuridici ed economici tradizionali, tanto per le sue dinamiche genetiche, quanto (e soprattutto) per la sua garanzia di funzionamento, che risiede, contrariamente alla moneta tradizionale, nella fiducia riposta in essa dalla comunità: circostanza che ne caratterizza la sua estrema volatilità e che viene avvalorata dalla sottolineata assenza di un organismo centrale di emissione e dalla mancanza di un mercato di scambio regolamentato.

soluzioni che consentano di individuare agevolmente le norme di riferimento e le discipline applicabili ai nuovi profili giuridici frutto della tecnologia.

Con riguardo alle criptovalute e alla loro conferibilità nelle società di capitali, pare possibile individuare soluzioni interpretative positive in grado di supplire, per ora, alla carenza di regolamentazione. Tuttavia, le trasformazioni tecnologiche in atto, pur non richiedendo una riforma strutturale dei sistemi e delle regole societarie, rendono indispensabile un ripensamento del quadro regolatorio, che miri alla valorizzazione delle nuove interazioni tra diritto societario ed intelligenza artificiale, tanto nei suoi riflessi puramente tecnici, quanto in quelli etici e sociali<sup>110</sup>.

La tecnologia, pur rappresentando uno dei più significativi risultati raggiunti dall'umanità, quale strumento al suo servizio, impone un utilizzo improntato alla massima prudenza e cautela. Da qui l'esigenza di una adeguata regolamentazione che tenga conto della moltitudine di insidie che essa cela, ma anche del principio costituzionale che sancisce la libertà dell'iniziativa economica privata. Potendosi, pertanto, concludere che la tecnologia, lungi dall'essere considerata neutra, debba ineluttabilmente essere approcciata in una prospettiva pragmatica che tenga in debito conto ogni riflesso concreto che le scelte normative determinano sull'economia e sulla società civile.

---

<sup>110</sup> Le innovazioni tecnologiche, infatti, mentre da un lato sembrano in grado di migliorare il progresso delle imprese societarie, fornendo strumenti in grado di agevolare i processi decisionali, il finanziamento la raccolta di capitale, sul piano effettivo costituiscono uno strumento in grado di travolgere e stravolgere i principi cardine del diritto (non solo di quello societario). Inoltre, su un piano che esula dal diritto, si rileva come l'innovazione tecnologica, facendo leva sulla depressione economica e sui bisogni che si registrano tra alcune fasce della popolazione, soprattutto più povere e più giovani, fornisce ai suoi utilizzatori l'illusione di operare in un mondo virtuale (attraverso strumenti come ad esempio le criptovalute), il quale cela un pericoloso distacco dalla realtà (soprattutto economica): non è un caso che si registri un eccessivo sovraindebitamento dei clienti FinTech, senz'altro favorito dalla facilità di accesso al credito, il quale comporta un aumento del rischio sistemico e della probabilità di *default*. In questo senso S. CHAVA, N. PARADKAR & Y. ZHANG, *Winners and Losers of Marketplace Lending: Evidence from Borrower Credit Dynamics*, in *Georgia Tech Scheller College of Business Research Paper No. 18-16 2018*, consultabile al seguente link [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3178322](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3178322)