

MODERNI ABUSIVISMI E CRIPTOVALUTE  
TRA IL MITO DELLA COMPLETA DISINTERMEDIAZIONE  
E LA REALTÀ DI NUOVI INTERMEDIARI



*Fabio Di Vizio\**

FINANCIAL ABUSIVENESS AND CRYPTOCURRENCIES.

BETWEEN THE MYTH OF COMPLETE DISINTERMEDIATION AND THE REALITY OF NEW INTERMEDIARIES

*The article starts from the examination of the recent orientation of the Court of Cassation about configurability of the crime of illegal in soliciting investments connected to specific operations in cryptocurrencies. A useful opportunity for a broader reflection on the current practicability of criminal law enforcement of the abusive conduct of reserved activities subject to the control of public authorities. The contractual schemes that have emerged in practice for the organization of the collection, lending and solicitation of the purchase of cryptocurrencies, with particular reference to those convertibles into currencies having legal tender, stimulate a broader reflection on the potential conflict with the criminal rules that oversee the reserves of operations in banking, financial and payment services.*

KEYWORDS Cryptocurrencies – Abusiveness– Savings – Credit – Investments – Payment Services

SOMMARIO 1. I nuovi principi giurisprudenziali in materia di abusivismo finanziario per operatività in criptovalute: la “punta dell’iceberg” dei moderni abusivismi. – 2. La rilevanza delle definizioni positive di criptovaluta rispetto alla qualificazione quali strumenti finanziari e servizi di investimento. – 3. La normativa sul contrasto dell’abusivismo: nuovi intermediari e originali forme di intermediazione creditizia e di investimento nel mondo apparentemente disintermediato delle criptovalute. – 4. Abusivismi. – 4.1. L’esercizio abusivo dell’attività di cambia valute virtuali e di gestore dei portafogli digitali ex art. 17 bis, comma 8 bis, della legge n. 141/2010. – 4.2. Abusiva attività di raccolta del risparmio. – 4.3. Abusivismi in attività bancaria e in attività finanziaria. – 4.4. Abusiva emissione di moneta elettronica e abusiva prestazione di servizi di pagamento. – 4.5. Abusivismi nei servizi e nelle attività di investimento. – 5. Conclusioni.

## 1. I nuovi principi giurisprudenziali in materia di abusivismo finanziario per operatività in criptovalute: la “punta dell’iceberg” dei moderni abusivismi

Con recenti pronunciamenti la Cassazione ha preso posizione sulle condizioni per considerare le *criptovalute* quali *prodotti finanziari* e, in particolare, sulla riconducibilità degli *exchanger* entro l’alveo della riserva presidiata dalla fattispecie penale dell’art. 166 TUF. La riflessione che segue è dedicata alle prospettive qualificatorie

---

\* Sostituto Procuratore della Repubblica presso il Tribunale di Firenze

delle criptovalute e delle operazioni che le riguardano di rilievo per le fattispecie penali di abusivismo presenti nell'ordinamento italiano<sup>1</sup> provando a posare lo sguardo su una realtà di rilievo criminale, in parte sottovalutata e in parte taciuta.

Con la sentenza n. 26807/2020<sup>2</sup> la Suprema Corte ha affermato che la vendita *on line* di moneta virtuale (*bitcoin*) pubblicizzata quale forma di investimento per i risparmiatori – offrendo agli stessi informazioni sulla redditività dell'iniziativa – è attività soggetta agli adempimenti previsti dalla normativa in materia di strumenti finanziari prevista dagli artt. 91 e seguenti del TUF, la cui omissione integra il reato di cui all'art. 166, c.1, lett. c), TUF (cd. *abusivismo sollecitatorio*); il modo con il quale è reclamizzata la vendita sul sito, dando informazioni idonee a mettere i risparmiatori in grado di valutare se aderire o meno all'iniziativa esame («*chi ha scommesso in bitcoin in due anni ha guadagnato più del 97%*»), dunque, risulta decisivo per individuare una proposta di investimento, condotta tipica dell'*abusivismo sollecitatorio*.

Nella sentenza n. 44337/2021<sup>3</sup>, poi, ponendo attenzione sulla *finalità* della condotta di acquisto si è pervenuti alla medesima conclusione: il *bitcoin* può ritenersi un *prodotto finanziario* qualora sia acquistato con *finalità d'investimento*. In tal caso, è la *causa concreta* dell'operazione di acquisto – ovvero la *funzione* di *strumento d'investimento* riferita alla valuta virtuale – che ne consente la riconduzione alla categoria del *prodotto finanziario*, rendendo applicabili le norme in tema di intermediazione finanziaria (art. 94 ss. TUF), quale disciplina unitaria di diritto speciale che assicura la tutela dell'investimento<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Per i profili qualificatori cfr. N. VARDI, “Criptovalute” e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei Bitcoin, in *Dir. Inf.*, 2015; N. MANCINI, Bitcoin: rischi e difficoltà normative, in *Banca impresa soc.*, 2016, 1; G.L. GRECO, Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari, in *Rivista dir. banc.*, 1/2019; E. GIRINO, Criptovalute: un problema di legalità funzionale, in *Rivista di diritto bancario*, 2018; per una panoramica dei principali approdi giurisprudenziali e delle opzioni qualificatorie di interesse penalistico, volendo, F. DI VIZIO, *Lo statuto penale delle valute virtuali: le discipline e i controlli*, 19 giugno 2019 consultabile su <https://discrimen.it/lo-statuto-penaledelle-valute-virtuali-le-discipline-e-i-controlli/>.

<sup>2</sup> Cass. pen., Sez. II, 17/09/2020, n. 26807, rv. 279590–01. Per primi commenti cfr. L. SANTONI, *Operazioni in criptovaluta e abusivismo finanziario: Nota a Cass. Pen., Sez. II, 25 settembre 2020, n. 26807*, in *Rivista di Diritto del Risparmio*, 2/2021, Maggio, 1–9; F. DALAITI, *Cripto-valute e abusivismo finanziario: cripto-analogia o interpretazione estensiva?* In *Sistema penale*, 1/2021, 37–70; R.M. VADALÀ, *Valute virtuali – la dimensione finanziaria delle valute virtuali. profili assiologici di tutela penale*, in *Giur. It.*, 2021, 10, 2224.

<sup>3</sup> Per un commento cfr. G.M. MENTASTI, *Per la Cassazione la finalità di investimento del bitcoin rende configurabile l'abusivismo finanziario*, in *Quotidiano Giuridico-Leggi d'Italia*, 14.12.2021.

<sup>4</sup> Solo gli **intermediari autorizzati** dalla CONSOB (SIM, le banche italiane e comunitarie e le società di gestione del risparmio) possono impiegare i risparmi degli utenti nelle diverse forme previste dalla

Considerata la capitalizzazione raggiunta dal settore<sup>5</sup>, si tratta di approdi rilevanti, sino a tempi recenti affatto scontati e tuttora oggetto di apprezzamenti contrastanti. Per qualificare la natura di investimento finanziario della compravendita di valute virtuali, mentre nella prima occasione è risultata dirimente la *modalità della condotta sollecitatoria* di chi avanzava la *proposta* di investimento quale parte venditrice, nella seconda ha assunto significato decisivo la *finalità di investimento* della parte *acquirente*. In particolare, con la prima pronuncia è stata disattesa l'eccezione difensiva che negava alle valute virtuali lo statuto di prodotti di investimento, riconducendole a *mezzi di pagamento*, come tali espressamente sottratti alla normativa in materia di strumenti finanziari (*arg. ex art. 1, c. 2, TUF*), anche in presenza di una pubblicizzazione della loro vendita quale forma di investimenti redditizi. Con la seconda sentenza la Cassazione ha compiuto un passo in avanti, disattendendo l'apparente assolutezza della regola per cui la vendita delle criptovalute sarebbe assoggettata alla disciplina contenuta nel T.U.F. solo quando pubblicizzata come investimento finanziario. La difesa, proprio richiamandosi a tale regola, aveva sostenuto che l'associazione del *bitcoin* all'oro digitale non consentiva di ritenere applicabile il concetto normativo di investimento di natura finanziaria, viste le precisazioni effettuate dalla Consob, anche considerato che secondo la normativa di settore le criptovalute non sarebbero gli unici strumenti per investire in oro finanziario e dunque non sarebbero strumenti finanziari assoggettabili al T.U.F. salvo nelle residuali ipotesi in cui la loro vendita è direttamente influenzata dalle specifiche *modalità di sponsorizzazione* del prodotto da parte del venditore. Per contro, ad avviso della Cassazione, il *bitcoin* è un prodotto finanziario qualora *acquistato con finalità d'investimento*: la causa concreta dell'operazione di acquisto della valuta virtuale, quale strumento d'investimento, vale

---

normativa; l'autorizzazione viene rilasciata in base all'art. 7 e ss. del **Regolamento attuativo del d.lgs. n. 58/1998 in materia di intermediari**, adottato dalla Consob con delibera 29 ottobre 2007, n. 16190. Gli intermediari devono rispettare **principi e regole di condotta** per consentire ai clienti di effettuare scelte di investimento informate, consapevoli e rispondenti alle loro esigenze nonché operare con **diligenza, correttezza e trasparenza**. Ottenuta l'autorizzazione i soggetti, quando propongono al pubblico la vendita di strumenti finanziari come proposta di investimento devono osservare gli adempimenti degli **artt. 91 e ss. del TUF alla cui stregua** «*La CONSOB esercita i poteri previsti dalla presente parte avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali*»; inoltre la proposta deve integrare gli elementi previsti dagli **artt. 94 e ss.** (cfr. caratteristiche del prospetto, obblighi informativi etc.). L'inosservanza di queste prescrizioni comporta l'applicazione delle **sanzioni previste dall'art. 166 TUF**.

<sup>5</sup> Al 3 aprile 2022 la capitalizzazione di mercato delle criptovalute era pari a € **1.96T**, con una flessione del 0.80% rispetto alla giornata precedente. La posizione dominante del *Bitcoin* si attestava sul 40.80%.

a qualificarla prodotto finanziario disciplinato con le norme in tema di intermediazione finanziaria (art. 94 ss. TUF.). A tal fine, a conforto della soluzione preferita, passando in rassegna i soggetti che operano nell'ambito delle valute virtuali – ripercorrendo altresì le nozioni di *exchanger* e di *wallet provider* – è stata richiamata la definizione di moneta virtuale contenuta nella V direttiva antiriciclaggio (direttiva 2018/843/UE del 30 maggio 2018<sup>6</sup>), la *ratio* di essa<sup>7</sup>, il considerando n. 10<sup>8</sup>, la definizione di moneta virtuale offerta dal legislatore italiano (art. 1 del d.lgs. 231/2007, come modificato dal d.lgs. 4 ottobre 2019, n. 125), rimarcando come quest'ultima contenga elementi aggiuntivi rispetto a quella del legislatore comunitario, includendo espressamente la *finalità di investimento*.

La riflessione giurisprudenziale sinora, dunque, appare concentrata su **profili modali** (il “*come*” dell’offerta) e **funzionali** (il “*perché*” dell’acquisto), non avendo risolto il problema qualificatorio in ragione di un’analisi sulla **struttura intrinseca** delle criptovalute; può non risultare del tutto chiaro, infine, se i profili modali e funzionali debbano essere necessariamente compresenti o si profilino in termini alternativi.

Al netto della necessità di approfondire tali zone d’ombra, va rimarcato, da subito, come sia diffusa la **sottovalutazione dei rischi** e delle **realità di abusivismo** connesse alla **concreta operatività degli schemi tecnologici** sottostanti all’ecosistema delle valute virtuali e dei loro operatori professionali. Può ben dirsi, in tal senso, che le forme di abusivismo sinora delineatesi nell’esperienza giurisprudenziale non siano che la **punta dell’iceberg** di una realtà ben più estesa.

La lodata **decentralizzazione** delle infrastrutture tipiche della *Distributed Ledger Technology* (o DLT)<sup>9</sup> e della *Blockchain*<sup>10</sup>, infatti, passando della teoria all’esperienza storica, non conduce ad una netta **separatezza dell’ecosistema delle valute**

---

<sup>6</sup> La valuta virtuale viene definita come «una rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata a una valuta legalmente istituita, non possiede lo status giuridico di valuta o moneta, ma è accettata da persone fisiche e giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata e **scambiata** elettronicamente».

<sup>7</sup> La norma vuole disciplinare i rapporti tra moneta virtuale e moneta corrente, senza definire il fenomeno, disciplinando “in negativo” le caratteristiche della moneta virtuale.

<sup>8</sup> Alla cui stregua «*sebbene le valute virtuali possano essere spesso utilizzate come mezzo di pagamento, potrebbero essere usate anche per altri scopi e avere impiego più ampio, ad esempio come mezzo di scambio, di investimento, come prodotti di riserva di valore o essere utilizzate in casinò online. L’obiettivo della presente direttiva è coprire tutti i possibili usi delle valute virtuali*».

<sup>9</sup> Con *DLT* si intendono i sistemi digitali, tecnologici, infrastrutturali che consentono di raggiungere un consenso sulle modifiche di un registro distribuito in assenza di un ente centrale datore di fiducia.

<sup>10</sup> La tecnologia *blockchain* agevola la circolazione di beni *peer to peer* permettendo di verificare la legittimità del proprio titolo d’acquisto sulla base di un registro digitale distribuito fra gli stessi utenti.

reali da gestioni accentrate e dall'economia classica; le interrelazioni tra i due ambienti, infatti, si profilano assai più consistenti. La disintermediazione cui spesso viene fatto cenno in relazione al mondo delle valute virtuali può dirsi tale, infatti, nella misura in cui evoca un arretramento degli intermediari istituzionali, ma non coglie la realtà ove aspiri a segnalare una rarefazione di soggetti che, per contro, stanno conquistando le aree riservate dell'intermediazione tradizionale nei diversi settori della raccolta del risparmio, dell'esercizio del credito e della promozione dell'investimento. Da tempo, del resto, si parla dei fenomeni di *Relegated bank*, per segnalare come le banche tradizionali si limitino a fornire servizi alle realtà *Fintech* emergenti, alle quali cedono la relazione diretta con il cliente; se non di **Disintermediated bank**, quale integrale sostituzione alle banche tradizionali delle nuove realtà *FinTech*. Così la rivoluzione digitale applicata alle attività finanziarie ha dato impulso a prospettive di sviluppo suscettibili di stravolgere la conformazione dei servizi bancari e finanziari, con «*piattaforme informatiche evolute in grado di consentire l'incontro diretto fra le esigenze dei soggetti che hanno liquidità in eccesso e soggetti alla ricerca di finanziamenti, con modalità tali da determinare in prospettiva una potenziale disintermediazione dalle relative attività delle banche e degli altri prestatori di servizi abilitati*»<sup>11</sup>. Mentre per quest'ultimi le regole si sono inasprite, elevando i requisiti patrimoniali e contraendo i margini di redditività, si assiste ad «*un meccanismo centrifugo, oggi reso possibile dalla disponibilità delle nuove tecnologie, che potrebbe spingere parte dei servizi bancari, finanziari e di pagamento verso nuovi soggetti e nuove modalità di esercizio meno o affatto regolamentate*». In sintesi: nuovi strumenti di scambio privati, affini alla moneta, nuove modalità di circolazione di "originali" valori mobiliari e di prestazione dei servizi bancari, finanziari e di pagamento, che prescindono dall'intermediazione dei soggetti abilitati, delle controparti centrali e, pure, delle stesse banche centrali. Può così condividersi l'opinione per la quale «*Il mito anarcoide di una "moneta" virtuale totalmente disintermediata e svincolata dal "signoraggio" imposto da autorità monetarie e da intermediari (bancari) sembra rivelarsi, nella realtà, poco più di una leggenda metropolitana, reincarnandosi, nella diffusa inconsapevolezza dei più, in consolidate logiche di intermediazione che fruttano ovviamente lucrosi margini a chi le gestisce, sottraendosi*

---

<sup>11</sup> F. MAIMERI e M. MANCINI, *Introduzione*, in *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, su *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, a cura di F. MAIMERI e M. MANCINI, 87, settembre 2019.

però a qualsiasi forma di controllo volta garantire la loro affidabilità e sicurezza»<sup>12</sup>.

Nella **prospettiva penalistica**, con riferimento ai confini e agli ambiti di applicazione delle **fattispecie che contrastano gli abusivismi**, i delicati interrogativi in ordine alla natura giuridica dei nuovi strumenti di scambio e di investimento ed alle possibilità di tutela dei clienti e di controllo dei rischi amplificano le già note tensioni che tali figure incriminatrici vivono con il principio di tassatività (e, dunque, il divieto di analogia) e quello di legalità, essendo incentrate su precetti costruiti con rimandi a componenti extra-penali di disagiata e comunque non sempre intuitivo raccordo.

## 2. La rilevanza delle definizioni positive di criptovaluta rispetto alla qualificazione quali strumenti finanziari e servizi di investimento

L'esegesi preferita dalla Corte di Cassazione nei casi giudiziari ricordati offre però un criterio utile per esaminare il metodo con il quale possono essere risolte le questioni giuridiche di rilievo ai fini più vasti ora prefissati. Quale che sia il giudizio che si ritenga di dare sulla soluzione, la S.C. ha mosso nell'analisi da dati positivi, quali le **definizioni di valuta virtuale** e di **prodotto finanziario** presenti nella disciplina euro-unitaria e nazionale, compresa quella di formazione giurisprudenziale, secondo un'interpretazione conforme al diritto dell'Unione, comprensivo delle direttive, che acquista rilievo anche per l'esegesi delle norme penali<sup>13</sup>.

Sotto quest'ultimo profilo, il d.lgs. 4 ottobre 2019, n. 125 ha specificato alcune **definizioni** contenute nel d.lgs. n. 231/2007. Anzitutto, ha aggiornato la definizione di **valuta virtuale** (art. 1, c. 2, lett qq, d.lgs. n. 231/2007) chiarendo che essa identifica la *rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita* (primo elemento innovativo) *da una banca centrale o da un'autorità pubblica e che può essere utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità d'investimento* (secondo elemento innovativo). Per la definizione di **prestatore di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale** viene recepito quanto richiesto dagli standard GAFI: è tale ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale anche online, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro

---

<sup>12</sup> . P. CARRIÈRE, *Le "criptovalute" sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di "strumenti finanziari", "valori mobiliari" e "prodotti finanziari"; tra tradizione e innovazione*, in *Rivista di diritto bancario*, II, 2019, 138–139.

<sup>13</sup> Sul tema cfr. A. BERNARDI, *Interpretazione conforme al diritto UE e costituzionalizzazione dell'Unione europea*, *Brevi osservazioni di un penalista*, in *DPC*, 15.7.2013.



conversione da (ovvero in) valute aventi corso legale o in rappresentazioni digitali di valore, ivi comprese quelle convertibili in altre valute virtuali nonché i servizi di emissione, offerta, trasferimento e compensazione e ogni altro servizio funzionale all'acquisizione, alla negoziazione o all'intermediazione nello scambio delle medesime valute (cfr. la rivisitata lett. *ff* dell'art. 1, c. 2, d.lgs. n. 231/2007). Attraverso l'innesto di una nuova lettera *ff-bis*) nell'art. 1, c. 2, d.lgs. n. 231/2007, viene introdotta la definizione di **prestatore di servizi di portafoglio digitali**: «*ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali*». Si includono in tal modo anche tali soggetti tra i destinatari di obblighi di collaborazione attiva (abrogando la specificazione limitativa prevista in seno all'art. 3, c. 5, d.lgs. n. 231/2007 che riservava tale sottoposizione ai prestatori che svolgevano l'attività di conversione di valute virtuali da ovvero in valute aventi corso forzoso). Il d.lgs. n. 90/2017 ha stabilito l'obbligo dei *prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale* (art. 1, c. 2, lett. *ff*), d.lgs. n. 231/2007) di iscriversi presso il **registro degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi**, gestito dall'Organismo di vigilanza previsto dall'art. 128–undecies, d.lgs. n. 385/1993.

Ulteriori discipline di settore hanno riconosciuto di recente ragioni di protezione per le valute virtuali: la **direttiva UE 2019/713 del 17 aprile 2019**, in particolare, in funzione della fissazione di norme minime in materia di reati e sanzioni contro le frodi e le falsificazioni di **mezzi di pagamento diversi dai contanti**, al **Considerando 10** ha offerto l'indicazione per cui l'intervento normativo avrebbe dovuto «*coprire le monete virtuali soltanto nella misura in cui possono essere comunemente utilizzate per effettuare pagamenti*». In sede di recepimento, poi, l'**art. 1 del d. lgs. n. 184/2021**, ha definito «**agli effetti della legge penale**» le nozioni di «**strumento di pagamento diverso dai contanti**» (per l'art. 1, lett. a, cit. è tale «*un dispositivo, oggetto o record protetto immateriale o materiale, o una loro combinazione, diverso dalla moneta a corso legale, che, da solo o unitamente a una procedura o a una serie di procedure, permette al titolare o all'utente di trasferire denaro o valore monetario, anche attraverso mezzi di scambio digitali*»), di «**dispositivo, oggetto o record protetto**» (per l'art. 1, lett. b, cit. è «*un dispositivo, oggetto o record protetto contro le imitazioni o l'utilizzazione fraudolenta, per esempio mediante disegno, codice o firma*») e di «**mezzo di scambio digitale**» (lett. c) «*qualsiasi moneta elettronica definita all'articolo 1, comma 2, lettera h-ter, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e la valuta virtuale*»), categoria alla quale ha ricondotto la «**valuta virtuale**» definita come «*rappresentazione di valore*

*digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è legata necessariamente a una valuta legalmente istituita e non possiede lo status giuridico di valuta o denaro, ma è accettata da persone fisiche o giuridiche come mezzo di scambio, e che può essere trasferita, memorizzata e scambiata elettronicamente»<sup>14</sup>. Una definizione che, muovendo dagli elementi differenziali, esalta il riconoscimento del valore convenzionale acquisito dal nuovo mezzo di scambio ha acquisito, segno di una realtà economica che estende le categorie del diritto.*

Le criptovalute e, più in generale, i *cryptoassets* hanno **natura proteiforme ma anche funzioni ibride**. Uno dei criteri differenziatori tra le diverse **tipologie** si incentra sul loro diverso grado di interrelazione con l'economia reale: **a closed scheme**, sono i *crypto-assets* privi di legame con l'economia reale, non essendo prevista la loro acquisizione o la loro conversione con denaro reale, essendo acquistabili solo tramite attività *on-line* e spendibili solo per acquisti di beni virtuali o servizi offerti all'interno di una comunità virtuale (in genere quelli dei Multi-Media *On-line Game*)<sup>15</sup>; **assets a «flusso unidirezionale»** (ad es. *token*), acquistabili con moneta legale ad un tasso di scambio prestabilito per essere utilizzati per l'acquisizione di beni o servizi virtuali o reali, ma che non possono però essere convertiti nuovamente in moneta reale<sup>16</sup>; **assets a «flusso bidirezionale»**, come i *bitcoins*, utili per scambio di valore, nel quale la valuta legale è

---

<sup>14</sup> Le fattispecie di cui all'art. 493-ter c.p. reprimono le condotte aventi ad oggetto non solo mezzi di pagamento digitali attraverso i quali viene scambiata moneta elettronica avente corso legale ma, adesso, anche **criptovaluta, priva di valore legale ma socialmente sempre più accettata come mezzo di pagamento**. Se i reati di cui agli artt. 493-ter e 493-quater c.p. possono essere commessi anche con riguardo a portafogli di valute non ufficiali, il novellato art. 640-ter, c.2, c.p. configura quale aggravante la situazione in cui il fatto "produce un trasferimento di denaro, di valore monetario o di **valuta virtuale**".

<sup>15</sup> Osserva R. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica (II)*, Vol. 33, fasc. 1, 27-54, 1° febbraio 2017: «Tramite l'emissione di monete del Tipo 1, i service provider di giochi virtuali ottengono una nuova fonte di guadagno dalle quote di sottoscrizioni ed introducono meccanismi di raccolta di informazioni personali e di fidelizzazione. Questo tipo di monete ha in genere un limitato impatto sull'economia reale, essendo utilizzate unicamente all'interno di una comunità virtuale». Ricorda L. LA ROCCA, *La prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo nelle nuove forme di pagamento, Focus sulle valute virtuali*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2015, 201-222, che il GAFI identifica come valute virtuali non convertibili *Project Entropia Dollars, Q Coins e World of Warcraft Gold*. Anche nel caso di valuta virtuale "non convertibile" potrebbe comunque svilupparsi un mercato secondario che offre la possibilità di scambiare la valuta non convertibile con valuta avente corso legale o altra valuta virtuale.

<sup>16</sup> Esempi sono gli *Amazon Coin*, ma anche i punti delle carte fedeltà. Oltre a realizzare meccanismi di raccolta di informazioni personali e di fidelizzazione, l'emittitore ottiene vantaggi dalla creazione di depositi di punti prepagati e dalla conseguente facilitazione di acquisto di beni virtuali attraverso la semplificazione delle transazioni di pagamento. Dal punto di vista dell'economia reale, si abilitano nuove opportunità di *business* legate all'acquisto di beni reali e virtuali.



impiegabile per acquistare l'*asset* virtuale utilizzabile per l'acquisto di beni o servizi (prevalentemente digitali) o la riconversione in moneta legale<sup>17</sup>. Si tratta della **forma più avanzata di "contaminazione" della moneta virtuale con il mondo "reale"**, gravida di interessi economici e delle correlate problematiche di natura valutaria, legale e fiscale.

Ancora più significativa, ai fini che impegnano, è la distinzione tra "**tokens payment type**" (assimilabili alla moneta), "**utility tokens**"<sup>18</sup> e "**security tokens**" (o "**tokens investment type**")<sup>19</sup>.

Il **token di tipo moneta** resta la categoria **più diffusa**, utilizzabile sia come strumento di pagamento che per investimenti speculativi, in considerazione dell'estrema volatilità rispetto alle principali monete *fiat*. Proprio la funzione di "**riserva di valore**" progressivamente acquisita dalle criptovalute ha indotto ad approfondire la riflessione sulla possibilità di considerarle **strumenti di investimento**, *sub specie* di *strumento finanziario*. Non è osservazione originale quella per cui molti acquisti di valute virtuali

---

<sup>17</sup> Esempi sono *Linden Dollars*, *Bitcoin* e le valute complementari locali. Come ricorda R. BOCCINI, *op. cit.*, a loro volta tali monete virtuali possono essere distinte in due macrogruppi con differenti impatti sulla economia reale: le *monete globali*, con una circolazione "worldwide" e le *monete locali*, legate all'economia di comunità locali (dall'ambito comunale a quello nazionale).

<sup>18</sup> Tale tipologia di *token* dà accesso a benefici diversi dallo strumento di pagamento, permettendo di fruire del prodotto o del servizio che l'imprenditore ha creato o sta realizzando e non di beni e servizi esterni. Con esso l'investitore può accedere a servizi forniti direttamente dall'emittente del token, mentre il *token* moneta viene utilizzato per pagare beni e servizi venduti da attività esterne all'impresa emittente presso soggetti che accettino tale strumento di pagamento.

<sup>19</sup> Questi *token* svolgono una funzione assimilabile a quella delle azioni societarie senza il diritto di voto, offrendo ai detentori un rendimento legato alla crescita del valore unitario dei *token* stessi, sulla base della domanda e dell'offerta sul mercato secondario, ovvero al versamento di dividendi. In linea con l'esperienza statunitense l'intermediazione di tali valute virtuali potrebbe essere sottoposta alla medesima disciplina che vige per l'intermediazione delle *quote di partecipazione al capitale di rischio delle società quotate* e ciò porterebbe le criptovalute *investment type* ad essere considerate come **valori mobiliari**, ai sensi dell'art. 1-bis, lett. a), TUF., trattandosi di titoli equivalenti ad azioni di società con inclusione tra gli **strumenti finanziari** di cui alla Sezione C dell'Allegato I t.u.f. Le *STOs* (*Security Tokens Offerings*) costituiscono una forma evoluta delle *ICOs*, quale «*offerta di strumenti finanziari rappresentativi di asset class tradizionali come azioni, obbligazioni, diritti, obblighi e loro derivati, ovvero di asset class alternativi (crypto assets) i cui più disparati sottostanti investibili, beni reali, finanziari e virtuali, sono capaci di produrre ricchezza rivalutandosi o distribuendo reddito*». Tali *assets* vengono inseriti in uno *smart contract* e digitalizzati attraverso un *token* (codice informatico) che ne garantisce l'autenticità e la proprietà attraverso l'utilizzo di tecnologie *DLT* (*Blockchain Distributed Ledgers Technology*). L'emissione di un *Security token* è assimilabile ad una cartolarizzazione di *asset* (tangibili, intangibili e commerciali) con la differenza che le *Security token* si basano appunto sull'utilizzo di tecnologie *DLT*; definizione reperibile sul sito Opstart e ripresa da F. DALAITI, *op. cit.*, 47; per un'analisi approfondita dei *security tokens* e delle *STOs* cfr. P. CARRIÈRE, *Le "criptovalute" sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di "strumenti finanziari", "valori mobiliari" e "prodotti finanziari"; tra tradizione e innovazione*, in *Rivista di diritto bancario*, II, 2019, 117 e ss..

riposano sull'aspettativa di lucrare profitti dalle fluttuazioni del tasso di cambio rispetto alla moneta legale. Per ciò, l'uso della moneta *peer-to-peer* come mezzo di pagamento o di trasferimento di ricchezza non contraddice l'elevata propensione degli attori economici ad acquistarla e scambiarla per finalità meramente speculative, con assimilazione alle *securities* finanziarie, né il suo impiego quale strumento per il finanziamento di progetti imprenditoriali finalizzato alla raccolta di risparmio e alla successiva quotazione su mercati secondari di scambio; riprova della **natura ibrida** (valutaria, finanziaria e monetaria) **degli asset virtuali** che rende imprescindibile considerarne, per singolo settore di disciplina, **la funzione economica preponderante**<sup>20</sup>, distinguendo tra strumento di pagamento, riserva di valore o capitale di rischio. La **bidirezionalità** delle valute virtuali "quotate" su piattaforme di scambio, agevolmente convertibile in moneta avente corso legale, e viceversa, crea un "portale dimensionale" tra i mondi dell'economia reale e dell'economia virtuale attraverso cui transitano, a doppio senso di marcia, quantità enormi di denaro<sup>21</sup>.

In seno ai **prodotti finanziari** (art. 1, lett. u, TUF) si distinguono gli «**strumenti finanziari**» (cd. tipici) e «**ogni altra forma di investimento di natura finanziaria**» (cd. *prodotti finanziari atipici*)<sup>22</sup>. Non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari (art. 1, lett. u, seconda parte, TUF).

L'articolo 1, c. 2, TUF offre l'elencazione degli **strumenti finanziari** con esplicito richiamo alla sez. C dell'all. I del TUF; da essi sono espressamente *esclusi i mezzi di pagamento* (cfr. anche art. 4, par. 1, 44, della direttiva 2014/65/UE, cd. MIFiD II), in quanto più prossimi alla sfera del consumo. Sotto questo profilo, invero, l'esclusione dagli strumenti finanziari delle criptovalute di tipo monetario non è argomentabile riferendo loro valore di strumenti di pagamento, cui non corrispondono secondo la nozione legale; in ogni caso il fatto che possano essere accettate quali mezzi di pagamento non preclude un diverso inquadramento alla luce del concreto utilizzo che se ne faccia<sup>23</sup>.

<sup>20</sup> Su queste posizioni L. D'AGOSTINO, *La criminalità economica nell'era della blockchain, modelli di responsabilità penale e nuove esigenze di tutela*, tesi di dottorato di ricerca in Diritto e Impresa, XXXII ciclo, 2019–2020, Luiss, Roma. 239.

<sup>21</sup> L. D'AGOSTINO, *La criminalità economica*, cit., 239.

<sup>22</sup> Osserva, in proposito, G. GASPARRI, *Riflessioni sulla natura giuridica del bitcoin tra aspetti strutturali e profili funzionali*, *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 28: «Il *genus dei prodotti finanziari* è, quindi, a ben guardare, rappresentato dalla somma di due sottoinsiemi: uno – relativo agli «strumenti finanziari» – tendenzialmente «chiuso» e ulteriormente definito dalla norma di cui all'art. 1, comma 2, TUF; un altro – «aperto» e dai contorni più fumosi – destinato a essere «riempito» volta per volta, attraverso una non facile opera di concretizzazione».

<sup>23</sup> L. D'AGOSTINO, *La criminalità economica*, cit., 240.

Per altro ordine di considerazioni, nonostante alcune voci contrarie<sup>24</sup>, le **criptovalute di tipo monetario** non possono essere incluse aprioristicamente tra i servizi e le attività finanziarie. Diversa è la situazione per le *cripto investment type*, strumenti di raccolta di capitale con funzione simile alle azioni di società, da cui differiscono solo nella forma, e comunque dai *cryptoasset* che secondo la **causa concreta** dell'operazione sono connotate da un **fine prevalentemente o unicamente speculativo**.

Secondo l'interpretazione prevalente, l'*elenco degli strumenti finanziari* delineato dall'art. 1, c. 2, TUF<sup>25</sup> ha carattere tendenzialmente<sup>26</sup>, *tipico, tassativo e chiuso*<sup>27</sup>, non estendendosi a strumenti non previsti espressamente. Anche la versatilità delle valute virtuali preclude, secondo la disciplina positiva italiana<sup>28</sup>, una qualificazione

<sup>24</sup> GIRINO, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, cit., 30 ss. il quale riconosce la natura di prodotto intrinsecamente finanziario alla criptovaluta.

<sup>25</sup> Come ricorda G. GASPARRI, *Riflessioni*, cit., 23, la fisionomia degli «strumenti finanziari» è venuta modificandosi in Italia con la della direttiva n. 2004/39/CE (c.d. MiFID) e il cosiddetto “pacchetto” MiFID II, costituito dalla direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II) e dal Regolamento n. 600/2014 (c.d. MiFIR), che hanno mutato il volto della definizione recata dal TUF, il cui All. n. 1, Sez. C, con ripartizione della macro-area nelle seguenti sub-categorie: – i valori mobiliari; – gli strumenti del mercato monetario; – le quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio (OICR); – le quote di emissioni, rappresentative di unità conformi alla Direttiva n. 2003(87/CE); – gli strumenti derivati aventi come sottostante attività o indicatori tipicamente finanziari; – i derivati su *commodities* (ivi inclusi quelli su prodotti energetici); – i derivati “esotici” (comprensivi, tra gli altri, dei contratti finanziari differenziali e degli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito). Sempre GASPARRI contrasta qualificazioni alternative dei bitcoin in termini di titoli di debito, operazioni di apporto di capitale di rischio, «altri titoli equivalenti ad azioni (...) di altri soggetti», titoli funzionali all'acquisto o alla vendita dei predetti valori, derivati *cash-settled* correlati agli stessi titoli o a valute, tassi di interesse, rendimenti, merci, indici o misure, o altre «categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali» (cosiddetti valori mobiliari innominati).

<sup>26</sup> La possibilità di riconoscere *nuovi strumenti finanziari*, come *nuove attività e servizi di investimento*, anche fuori delle ipotesi tassativamente previste, riposa sull'art. 18, c. 5, TUIF.

<sup>27</sup> In questo senso, tra gli altri, V.V. CHIONNA, *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Milano, 2008, p. 191 e L. SALAMONE, *La nozione di «strumento finanziario» tra unità e molteplicità*, in Riv. dir. comm., 1998, I, 716 ss.

<sup>28</sup> Ricorda M. MANCINI, *Valute Virtuali e Bitcoin*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2015, 117–138, l'*ordinamento tedesco* ha affrontato in modo compiuto il problema della *qualificazione giuridica* del *Bitcoin* quale valuta virtuale più diffusa. Dall'agosto 2013, il governo tedesco e l'Autorità federale per la supervisione del settore finanziario (BaFin) hanno escluso che i *bitcoins* possano considerarsi denaro, in qualunque accezione (moneta legale, scritturale o elettronica), qualificandoli come *unità di conto*, assimilabili alle valute straniere – per quanto non legalmente vincolanti – riconducendoli, in base alla legge bancaria tedesca, tra gli *strumenti finanziari*. In tal modo è stata regolamentata l'attività di acquisto o vendita di *bitcoins* per conto terzi svolta su scala commerciale nell'ambito del c.d. «ecosistema», subordinando l'esercizio della stessa al rilascio di una *licenza* ai sensi della legge bancaria tedesca e sottoponendola a vigilanza. Rispetto alle ICO, nel marzo 2018 la *BaFin* ha diffuso una *advisory letter* con cui ha sostenuto che i token possono essere classificati, a seconda delle concrete caratteristiche che assumono, quali *strumenti finanziari* ai sensi della legge tedesca sui servizi di investimento o

giuridica nei termini di strumenti finanziari<sup>29</sup>; onde, per questa via, le valute virtuali resterebbero *fuori dall'ambito di applicazione del T.U.F. e del c.d. "sistema MiFID"*, previsto dalla omonima Direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari. Si tratta di opzione, invece, preferita da altre giurisdizioni (cfr. Stati Uniti e Germania<sup>30</sup>) che considerano le valute virtuali quali *strumenti finanziari*, applicando la relativa disciplina.

In un noto caso giudiziario<sup>31</sup> al vaglio del **Tribunale di Verona** i giudici hanno qualificato l'attività della società che gestiva il portale di promozione dell'acquisto e di scambio di valute virtuali come prestazione professionale di servizi a titolo oneroso

---

della Mifid II, ovvero un *prodotto finanziario* ovvero ancora un *investimento* di capitale ai sensi della l. tedesca sul prospetto finanziario. Esaminando la normativa tedesca L. LA ROCCA, *op. cit.*, osserva: «*Il mero uso di Bitcoin come mezzo di scambio alternativo alla valuta avente corso legale o alla moneta scritturale non costituisce attività soggetta ad autorizzazione. Quest'ultima è invece necessaria, ad esempio, nel caso di soggetti che regolarmente acquistano e vendono Bitcoin, la cui attività è ricondotta alla prestazione di servizi di investimento e determina l'insorgere degli obblighi antiriciclaggio a carico del soggetto autorizzato*»; Cfr. MÜNZER J., *Bitcoins: Supervisory assessment and risks to users*, February 2014, su [http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2014/fa\\_bj\\_1401\\_bitcoins\\_en.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2014/fa_bj_1401_bitcoins_en.html). In tema, cfr. G. ARANGÜENA, *Bitcoin: alla Germania il primato della regolamentazione*, 13/02/2014, in [http://www.key4biz.it/News/2014/02/13/Net\\_economy/bitcoin\\_germania\\_bafin\\_223018.html](http://www.key4biz.it/News/2014/02/13/Net_economy/bitcoin_germania_bafin_223018.html).

<sup>29</sup> In tal senso, cfr. P.L. BURLONE e R. DE CARIA, *Bitcoin e le altre criptomonete. Inquadramento giuridico e fiscale*, in Istituto Bruno Leoni, aprile 2014, [http://www.brunoleonimedia.it/public/Focus/IBL\\_Focus\\_234-De\\_Caria\\_Burlone.pdf](http://www.brunoleonimedia.it/public/Focus/IBL_Focus_234-De_Caria_Burlone.pdf), 3 e 4. Osserva M. PASSARETTA, *Bitcoin: il Leading Case italiano*, in Banca Borsa Titoli di Credito, fasc.4, 2017, 471 e ss): «*In questa elencazione non sembra trovare collocazione il bitcoin perché non rappresenta un «valore mobiliare», secondo quanto disposto dall'art. 1, comma 1-bis, t.u.f. e neanche uno «strumento del mercato monetario», né una quota «di un organismo di investimento collettivo del risparmio» ovvero un futures, uno swaps ovvero un option nelle loro svariate tipologie*».

<sup>30</sup> Negli *USA* la gran parte delle **offerte e vendite di token rivenienti da ICO** sono sottoposte alla disciplina dell'offerta al pubblico di strumenti finanziari e dunque alla giurisdizione della *Securities Exchange Commission*. Quest'ultima, con l'avvertenza del 25 luglio 2017, ha dichiarato che, a seconda delle caratteristiche che presentano, le criptovalute possono essere equiparate al **capitale azionario**. I *token*, infatti, sono spesso risultati "positivi" al test elaborato dalla Corte Suprema nel caso SEC v. Howey 328 U.S. 293 del 1946, rappresentando **investimenti di denaro in iniziative d'impresa gestite da terzi** con la ragionevole aspettativa di profitti da parte degli investitori. Le criptovalute possono essere sottoposte alla giurisdizione della SEC al ricorrere o meno delle caratteristiche di strumenti finanziari.

<sup>31</sup> Cfr. Tribunale di Verona, 24 gennaio 2017, n. 195, sentenza commentata da M. PASSARETTA, *op.cit.*, 471 e da C. TATOZZI, «*Bitcoin: natura giuridica e disciplina applicabile al contratto di cambio in valuta avente corso legale*», in *Ridare.it*, 9 agosto 2017; il rapporto contrattuale era sorto tra alcuni investitori persone fisiche ed una società *promoter* di una nota piattaforma di investimenti di diritto ucraino, per l'acquisto di valuta virtuale in cambio di valuta reale; gli attori avevano lamentato la nullità del contratto d'acquisto di *bitcoins* concluso con la società promotrice, a causa della violazione delle norme del Codice del Consumo (d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206), nella parte in cui dispone l'obbligo d'informazione per il fornitore del servizio finanziario erogato.

svolta in favore dei consumatori e, dunque, disciplinata dal Codice del Consumo. In particolare, l'attività del fornitore è stata considerata erogazione dei *servizi finanziari* ai consumatori, poiché l'oggetto del contratto era stato l'acquisto di valuta virtuale (nella specie, *bitcoins*), qualificata alla stregua di uno *strumento finanziario*. Da detto inquadramento i giudici veronesi hanno tratto un ulteriore corollario: ove il fornitore operi come *promoter* di una piattaforma digitale di investimenti, che ha per oggetto la vendita di valute virtuali, è tenuto agli obblighi di informativa, specie precontrattuale, previsti dagli artt. 67-*quater*, *quinquies*, *sexies*, *septies*, *decies* ed *undecies*, del Codice del Consumo, nonché di quelli ulteriori previsti per gli investimenti ad alto rischio dagli artt. 13, 14 e 15 dell'allegato 1 della Delibera Consob del 26 giugno 2013, n. 18592 in tema di "*Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*". Per tali ragioni, la valuta virtuale, quando assume la funzione di strumento d'investimento e quindi di prodotto finanziario (perché acquistato con finalità di conseguire un rendimento e specie se a collocarlo tra il pubblico è un soggetto che eroga servizi d'investimento) trova disciplina nelle norme in tema di intermediazione finanziaria e nel Codice del Consumo<sup>32</sup>. La sentenza non è rimasta esente da critiche, in quanto la qualificazione dei *bitcoins* quali strumenti finanziari è risultata sostanzialmente immotivata salvo che per l'esigenza di assicurare una protezione ai consumatori coinvolti nella vicenda.

In generale la dottrina assume che la definizione ben precisa di **strumento finanziario** è sorretta da una elencazione tassativa cui resterebbero **estranei** le valute virtuali<sup>33</sup>. È stata, talora, argomentata la riconducibilità di queste ultime alla categoria dei

---

<sup>32</sup> In condivisione con il Tribunale di Verona, M. PASSARETTA, *op. cit.*, 471 e ss. precisa i diritti del consumatore, nel caso in cui intenda acquistare «...*sicché, chi intende erogare tali servizi deve: a) informare il consumatore in maniera inequivocabile circa il fine commerciale perseguito dal fornitore, promoter di una piattaforma online di investimenti; b) informare in modo chiaro e comprensibile attraverso qualunque mezzo adeguato alle tecniche a distanza, prima della conclusione del contratto ovvero subito dopo per il tramite dell'invio delle condizioni contrattuali, al fine di consentire una informazione dettagliata circa: l'identità del fornitore, l'identità del professionista che agisce nei confronti del consumatore, l'iscrizione del fornitore o della piattaforma di investimento online in un registro pubblico, anche analogo a quello previsto dall'art. 50-quinquies, comma 2, del t.u.f. (la quale, per essere effettuata, generalmente necessita di una autorizzazione amministrativa), le principali caratteristiche del servizio finanziario offerto, il meccanismo di formazione del prezzo, i rimedi che sono attribuiti dall'ordinamento e la legislazione sulla quale il fornitore intende strutturare il rapporto con il consumatore; c) accrescere il livello di consapevolezza dell'investitore sull'alto rischio collegato all'investimento in valute virtuali*».

<sup>33</sup> P. CARRIÈRE, *Le "criptovalute" sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche*, cit., 16.

“**valori mobiliari**”<sup>34</sup> (sub specie di strumenti finanziari) di cui all’art. 1, comma 1–*bis* del TUF, laddove ne sussista la **negoziabilità** e un **sottostante** riferito a valute, indici, merci o *commodities* di altro tipo. È il caso dei **titoli rappresentativi di quote di società o di debito oppure di valori reali regolati a pronti**.

Un’opportunità qualificatoria diversa è offerta dalla considerazione che in seno al *genus* «**prodotto finanziario**» (art. 1, c. 1, lett. u, TUF), accanto agli «*strumenti finanziari*», è compresa «**ogni altra forma di investimento di natura finanziaria**»<sup>35</sup>, categoria aperta e dinamica. Corrisponde a scelta dell’ordinamento italiano apprestare elevate garanzie a tutela degli investitori, **ampliando il campo di applicazione di alcune norme imperative** oltre i confini segnati dal diritto dell’Unione Europea<sup>36</sup>: la creazione di una definizione nazionale di “prodotto finanziario” più ampia di quello di “strumento finanziario” secondo la MiFID II – «*è l’espedito tecnico–giuridico con cui il legislatore ha avocato alla sfera di controllo pubblico le operazioni speculative caratterizzate dalla presenza di rendimenti di natura finanziaria*»<sup>37</sup>. La base tecnico giuridico che ha permesso alla CONSOB di adottare numerosi provvedimenti di sospensione e ordini di inibitoria a carico di emittenti di valori virtuali stabiliti in Italia (v. infra). Anche **contratti atipici di investimento possono assumere la veste finanziaria**, ai sensi del citato art. 1, c.1, lett. u), cit., poiché l’atipicità del contratto riflette la natura aperta ed atecnica del prodotto finanziario<sup>38</sup>. Questa caratteristica costituirebbe la risposta del legislatore alla *creatività del mercato* ed alla molteplicità di prodotti offerti al pubblico dai suoi attori, ma anche all’esigenza di tutela degli investitori, consentendo di ricondurre nella disciplina di protezione dettata dal testo unico anche *forme innominate* di prodotti finanziari.

La giurisprudenza di legittimità riconosce che l’investimento di natura finanziaria presuppone ogni *conferimento di una somma di denaro* da parte del risparmiatore **con**

<sup>34</sup> Per “valori mobiliari” si intendono le categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli; c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure

<sup>35</sup> I prodotti finanziari costituirebbero l’anello più esterno di un gruppo di cerchi concentrici di cui gli «strumenti finanziari» e i «valori mobiliari» rappresentano quelli più interni: CHIONNA, *op.cit.*, 189.

<sup>36</sup> Per approfondimenti sul tema cfr. L. D’AGOSTINO, *La criminalità economica*, cit., 241; P. CARRIÈRE, *Le “criptovalute” sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche*, cit., 2 ss.

<sup>37</sup> L. D’AGOSTINO, *La criminalità economica*, cit., 241.

<sup>38</sup> Cfr. Cass. civ., Sez. I, 19 maggio 2005, n. 10598.



un' **aspettativa di profitto o di remunerazione** (attesa di utilità a fronte delle disponibilità investite nell'intervallo determinato da un orizzonte temporale) e con un **rischio**<sup>39</sup>.

Non dissimilmente parte della dottrina ritiene da tempo che la *nozione di prodotto finanziario sia capace di accogliere ogni strumento idoneo alla raccolta del risparmio, comunque denominato o rappresentato, purché rappresentativo di un impiego di capitale*. Più precisamente, i caratteri distintivi dell' *investimento di tipo finanziario* sarebbero: a) un *impiego di capitali*, riconducibile generalmente al *danaro*; b) un' *aspettativa di rendimento*; c) un *rischio* proprio dell'attività prescelta, direttamente correlato all'impiego dei capitali<sup>40</sup>. Più in dettaglio, la **causa negoziale e finanziaria** ove la ragione giustificativa del contratto, consiste proprio nell'**investimento** del capitale (il "blocco" dei risparmi) con la prospettiva dell'**accrescimento** delle disponibilità investite, **senza l'apporto di prestazioni** da parte dell'investitore diverse da quella di dare una somma di denaro<sup>41</sup>. Altri commentatori hanno precisato che la natura finanziaria dell'operazione collocabile tra i prodotti finanziari va cercata nella **causa concreta** ad essa sottesa, ovvero nella normale destinazione del bene oggetto dell'investimento o nell'ottica della più complessa operazione prospettata dall'offerente<sup>42</sup>.

Muovendo da queste premesse, i connotati funzionali illustrati potrebbero essere ascritti alla **valuta virtuale**, in quanto «*il soggetto interessato all'investimento, per*

---

<sup>39</sup> Così Cass. Civ., sez. II, n. 2736/2013, rv. 625072 – 01 che, nell'occasione, ha osservato come la sollecitazione ad investire in diamanti della società Y presso il pubblico degli investitori fosse del seguente tenore: «*Desidera bloccare una parte dei suoi risparmi per un tempo limitato – un anno – e guadagnare? Prenda un diamante in affidamento. Come? Ipotizziamo che lei desideri destinare 1.000 Euro a questa operazione. Y Fin le consegnerà in cambio un diamante (certificato, presentato in tessera sigillata e valutato al listino W) del valore di 1.000 Euro e si impegnerà, al trascorrere di dodici mesi, a riprendersi il diamante, restituirle i 1.000 Euro e corrisponderle 80 Euro per la custodia da lei effettuata. Lei dovrà esclusivamente impegnarsi a custodire il diamante così come le è stato affidato, cioè sigillato*». Ad avviso del Collegio di legittimità, la Corte d'appello – individuando il nucleo della vicenda negoziale nel trasferimento della proprietà del diamante dalla società al sottoscrittore e nel patto di retrovendita a cui la società si era unilateralmente impegnata e escludendo qualsiasi elemento di rischio nell'operazione, sul rilievo che il prezzo ed il compenso per la custodia sarebbero convenzionalmente predeterminati e non potevano subire variazioni in conseguenza di fattori di incertezza – si era fermata alla superficie del meccanismo negoziale prefigurato, senza analizzarne compiutamente la causa. Su queste stesse posizioni cfr. Cass. civ., Sez. II, 15/4/2009 n. 8947.

<sup>40</sup> Così M. PASSARETTA, *op. cit.*, 471 e ss. che richiama in nota le posizioni di ANNUNZIATA (*Commento sub. art. 94*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di MARCHETTI-BIANCHI, Milano, 1999, I, 86) ad avviso del quale dai prodotti e strumenti finanziari devono essere tenuti distinti gli strumenti di erogazione del risparmio (ad es. mutui, *leasing*) non costitutivi di forme di investimento del risparmio.

<sup>41</sup> Cass. Civ., Sez. II, 5 febbraio 2013, n. 2736.

<sup>42</sup> COMPORTI, *La sollecitazione all'investimento*, in *Intermediari finanziari, mercati di società quotate*, a cura di PATRONI GRIFFI-SANDULLI-SANTORO, Torino, 1999, 550 ss.

ottenere bitcoin ha sborsato a') una somma di **danaro** b') nell'aspettativa di ottenere un rendimento, **non necessariamente corrispondente ad una somma di danaro maggiorata rispetto a quella investita**<sup>43</sup> c') assumendo su di sé un **rischio connesso al capitale investito**»<sup>44</sup>. In tal senso, prima che l'apprezzamento del valore del bene la natura finanziaria dell'operazione sarebbe rivelata dalla compresenza identitaria di una **promessa di rendimento** all'atto dell'instaurazione del rapporto originante un'attesa di **rendimento** (incremento del valore) del capitale investito e dal rischio correlato, **causa concreta** dell'operazione. In queste situazioni *campagne pubblicitarie* che ponessero particolare enfasi sul reddito ritraibile dall'acquisto della valuta virtuale potrebbero attivare i poteri della **Consob** ex art. 94 TUIF sulla ricorrenza di eventuali offerte al pubblico in relazione a forme di *abusivismo sollecitatorio*<sup>45</sup>.

Nel documento per la consultazione pubblica *“Le offerte iniziali e lo scambio di criptoattività”* del 19 marzo 2019, la **Consob** ha sistematizzato i propri orientamenti precisando gli elementi congiunti e identificativi degli investimenti di natura finanziaria ricompresi nella categoria dei prodotti finanziari: (i) **impiego di capitale**; (ii) promessa o aspettativa di rendimento di natura finanziaria, quale accrescimento della disponibilità investita, senza l'apporto di prestazioni da parte dell'investitore; (iii) assunzione di un **rischio** direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale; (iv) **prevalenza del connotato finanziario** rispetto a quello di godere e disporre del bene acquisito con l'operazione; (v) **effettiva e predeterminata promessa**, all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale, di un **rendimento collegato alla res**.

Secondo la Consob si è in presenza di un «*investimento di natura finanziaria*» ogniqualvolta il risparmiatore *impieghi* il proprio *denaro* con un'aspettativa di *profitto*, mentre si è in presenza di un «*investimento di consumo*» quando la spesa è finalizzata al *godimento* del bene, ossia, è volta a trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta i bisogni non finanziari del risparmiatore. Secondo l'autorità di vigilanza, ai fini in commento, «*non è sufficiente che vi sia accrescimento delle disponibilità patrimoniali dell'acquirente ma è necessario che*

<sup>43</sup> CHIONNA, *Le forme dell'investimento finanziario*, Milano, 2008, 191 comm., 1998, I, 716–717.

<sup>44</sup> PASSARETTA, op. cit., 471 e ss.

<sup>45</sup> Rileva G. GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, Dir. Inf., 2015, 440 che l'effetto attrattivo della valuta virtuale entro la regolazione e supervisione dell'autorità non dipende dalla natura della valuta virtuale ma dalla correlazione, strutturale e dinamica, tra la stessa e la dimensione finanziaria dell'operazione che la contempla.

*l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa»<sup>46</sup>. A rilevare, quindi, è l'effettiva e predefinita **promessa**, all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale, di un **rendimento** collegato al bene, quale **causa concreta** del rapporto contrattuale instaurato tra il venditore ed il compratore della criptovaluta e non la criptovaluta quale prodotto intrinsecamente finanziario<sup>47</sup>. È questa la posizione sostanzialmente richiamata da Cass 44337/2021: quando l'acquirente di una valuta virtuale investe una somma di denaro nell'aspettativa di ottenere un rendimento e mette a rischio quanto ha investito, l'operazione è riconducibile all'acquisto di un prodotto finanziario, con l'applicazione delle norme in materia di intermediazione finanziaria, rendendosi applicabile la disciplina dettata dal TUF e dai relativi regolamenti attuativi in materia di appello al pubblico risparmio (quale *offerta al pubblico* di prodotti finanziari) e di *prestazione di servizi e attività di investimento*.*

Di interesse è l'**esperienza maturata dalla CONSOB** in relazione a provvedimenti di sospensione cautelari di iniziative promozionali relative all'estrazione di criptovalute. Con **delibera n. 19968 del 20 aprile 2017**, veniva segnalata e sospesa l'attività della società estera, operante attraverso apposito sito che svolgeva «*attività promozionale, rivolta a soggetti residenti in Italia, avente ad oggetto l'offerta al pubblico di "pacchetti di estrazione di criptovalute"*». A tale soggetto si contestava la violazione di cui all'art. 101, c. 2, TUF, per il quale «*Prima della pubblicazione del prospetto è vietata la diffusione di qualsiasi annuncio pubblicitario riguardante offerte al pubblico di prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari*». I «pacchetti di estrazione di criptovalute» per come proposti dalla società estera (che prospettava all'acquirente dei «*pacchetti di estrazione*» la possibilità di «*conseguire un profitto del 50%, rivendendo periodicamente alla società le "monete" di cui era titolare*») possedevano le caratteristiche di un prodotto finanziario sub specie di investimento di natura finanziaria (compresenza di: «*(i) un impiego di capitale; (ii) un'aspettativa di rendimento di natura finanziaria; (iii) l'assunzione di un rischio connesso all'impiego di capitale*»).

Con la delibera **n. 20346 del 21 marzo 2018** l'Autorità ha inquadrato l'attività svolta da un sito di *trading* di *Bitcoins* sul mercato valutario *Forex* quale prestazione di «*servizi di investimento*» aventi ad oggetto «*strumenti finanziari*»; in altri casi sono

---

<sup>46</sup> Comunicazioni Consob n. DAL/97006082 del 10/7/1997, DIS/98082979 del 22 ottobre 1998, DIS/99006197 del 28/171999, DIS/36167 del 12/5/2000, DEM/1043775 dell'1/6/2011 e DTC/13038246 del 6/5/2013.

<sup>47</sup> *Contra*, GIRINO, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, cit., 30 ss.

intervenute sospensioni, ai sensi dell'art. 99, c. 1, lett. b), TUF (Delibera n. 20693 del 14 novembre 2018), o ai sensi dell'art. 101, c. 4, lett. b), TUF, per attività pubblicitaria effettuata tramite pagina *Facebook* intesa quale «offerta al pubblico» (Delibera n. 20694 del 14 novembre 2018), correlata all'acquisto della moneta digitale denominata «*Crypton*». CONSOB ha richiamato la categoria del «prodotto finanziario» e, in relazione alla seconda Delibera riguardante la pubblicità a mezzo *Facebook*, sanzionava il promotore poiché aveva presentato l'investimento «in termini chiaramente encomiastici come una opportunità molto redditizia e con espressioni tali da sollecitare una rapida decisione da parte dell'investitore ("ognuno gode del suo 4,5x100 ... non c'è molto da capire. Chi è dentro guadagna chi è fuori rosica")».

Con la delibera n. 20660 del 31 ottobre 2018, la CONSOB è intervenuta ai sensi dell'art. 99, c. 1 lett. b) TUF rispetto all'attività di offerta al pubblico (italiano) di «investimenti di natura finanziaria» promossa da una società di diritto straniero che intendeva procedere ad una *Initial Coin Offering* (ICO) di «token» senza aver dato preventiva comunicazione all'autorità di vigilanza, come imposto dall'art. 94 comma 1 del TUF. Per tale ragione, CONSOB, dopo aver qualificato la criptovaluta quale *prodotto finanziario*, ha sospeso in via cautelare l'iniziativa, sospettando la violazione da parte di quest'ultima delle disposizioni normative e regolamentari in materia di offerta al pubblico di prodotti finanziari.

Con delibera n. 20944 del 29.5.2019 Consob ha disposto la sospensione dell'offerta al pubblico avente ad oggetto criptovaluta effettuata anche tramite siti internet considerandola promozione afferente prodotto finanziario in violazione delle disposizioni normative e regolamentari in materia. Nell'occasione ha chiarito quali siano gli **elementi costitutivi dell'offerta al pubblico**<sup>48</sup>: a) un'attività avente ad **oggetto** «prodotti finanziari», categoria comprensiva (*ex art. 1, c. 1, lett. u*), del d.lgs. n. 58/1998) sia delle figure «tipizzate» degli «strumenti finanziari», sia di «ogni altra forma di investimento di natura finanziaria»; b) una **comunicazione** volta a far acquistare o sottoscrivere detti prodotti finanziari e contenente quantomeno la rappresentazione delle principali caratteristiche degli stessi; c) la **destinazione** della comunicazione **al pubblico residente in Italia**. Per altro verso, la nozione di «investimento di natura finanziaria» implica la presenza dei tre elementi: (i) un **impiego di capitale**; (ii) un'aspettativa di

---

<sup>48</sup> In particolare, l'autorità di vigilanza ha ricordato che secondo la definizione fornita dall'art. 1, c. 1, lettera t) TUF, per **offerta al pubblico di prodotti finanziari** deve intendersi «ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati».

**rendimento** di natura finanziaria; (iii) l'assunzione di un **rischio** direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale. Nel caso di specie, la struttura dell'operazione *de qua* prevedeva tali elementi e l'elemento causale della proposta negoziale era ritenuto riconducibile alla produzione di un rendimento finanziario quale corrispettivo dell'impiego di capitale conferito dal percettore del rendimento medesimo che, quindi, conferiva il proprio denaro con un'aspettativa di profitto. Uno schema unitario con le caratteristiche di un'offerta al pubblico di prodotti finanziari imponeva il rispetto dell'art. 94, c.1, TUF con preventiva comunicazione alla Consob e trasmissione del prospetto informativo destinato alla pubblicazione.

Tale qualificazione rende «*applicabili, in ogni caso, le norme sulla promozione e sul collocamento a distanza di cui all'art. 32 del TUF, nonché le norme di cui agli artt. 125–127 del Regolamento Consob 15 febbraio 2018, n. 20307. Nell'ipotesi in cui un prodotto finanziario rappresentato o avente come sottostante valuta virtuale sia emesso da una banca o da un'impresa di assicurazione, saranno altresì applicabili le norme sullo svolgimento dei servizi di cui agli artt. 25–bis e 25–ter del TUF e sull'offerta fuori sede di cui all'art. 30 TUF, nonché gli artt. 124 e 129–135 del Regolamento Consob 15 febbraio 2018, n. 20307*»<sup>49</sup>.

### 3. La normativa sul contrasto dell'abusivismo: nuovi intermediari e originali forme di intermediazione creditizia e di investimento nel mondo apparentemente disintermediato della criptovalute

La problematica interferenza con le attività riservate ha costituito oggetto costante nella riflessione sulle valute virtuali. Già nel 2015, del resto, la Banca d'Italia ha rivolto avvertenza specifica ai propri vigilati per richiamarne l'attenzione sul fatto che le concrete modalità di funzionamento degli schemi di valute virtuali potrebbero integrare la violazione di disposizioni normative, penalmente sanzionate, che riservano l'esercizio della relativa attività ai soli soggetti legittimati<sup>50</sup>. Parimenti la

---

<sup>49</sup> G.L. GRECO, *op. cit.*, 20.

<sup>50</sup> Cfr. *Comunicazione sulle valute virtuali del 30/1/2015 pubblicata sul Bollettino di Vigilanza n. 1/2015* con cui la Banca d'Italia ha scoraggiato le banche e gli altri intermediari dall'acquistare, detenere e vendere valute virtuali, invitando i soggetti vigilati a valutare con attenzione i rischi indicati dall'EBA e a considerare che: – in assenza di adeguati presidi e di un quadro legale certo circa la natura giuridica delle valute virtuali, quei rischi possono esporre a perdite e inficiare, di conseguenza, la consistenza del patrimonio di vigilanza e la stabilità stessa degli intermediari; – le *concrete modalità di funzionamento degli schemi di valute virtuali* possono integrare, nell'ordinamento nazionale, la violazione di

comunicazione UIF del 28.5.2019 ha richiamato l'attenzione sull'utilizzo *di virtual asset* connesso con sospetti di abusivismo e con violazioni della disciplina in materia di: i) *offerta al pubblico di prodotti finanziari*, qualora siano *promessi rendimenti* periodici collegati all'operatività in *virtual asset*; ii) prestazione di *servizi di investimento*, laddove agli investitori sia offerta la possibilità di effettuare “*operazioni regolate per differenza aventi come sottostante (anche) valute virtuali*”.

L'esperienza storica ha permesso di rilevare che non si trattava di preoccupazioni allarmistiche: in un settore nel quale la disintermediazione viene esaltata come l'architrave vengono a profilarsi molteplici occasioni di nuova intermediazione da parte di soggetti diversi rispetto agli intermediari istituzionali.

La diffusione delle valute virtuali, di pari passo con l'aumento delle quotazioni, ha comportato il proliferare di figure di clienti delle piattaforme di criptovalute rivelatisi investitori per conto terzi, quali i **collettori**. Tali soggetti, sovente già in possesso di pregresse esperienze di investimento in valute virtuali a titolo personale, pongono le loro conoscenze a disposizione di una cerchia, più o meno ampia, di potenziali investitori fungendo da *punti di raccolta di fondi in valuta fiat*, per investirli in valuta virtuale: spesso la promozione dei servizi offerti dai collettori avviene mediante internet (siti, blog a tema, ecc.) e la raccolta dei fondi viene effettuata con la ricarica di carte prepagate. Tale attività è assimilabile a quella di un *exchange* professionale ma non di rado è effettuata in assenza di una adeguata struttura organizzativa che assicuri la tutela della clientela e il rispetto delle disposizioni normative antiriciclaggio. L'operatività dei “collettori” e delle *piattaforme* presenta evidenti rischi di riciclaggio in quanto si tratta di soggetti che, mediante la loro interposizione, non rendono conoscibile all'*exchange* ufficiale l'effettivo titolare delle somme investite in valute virtuali, ma possono integrare condotte di abusivismo; inoltre, è emersa la possibilità degli utenti di detenere disponibilità su rapporti accesi presso piattaforme di *exchange*, sia in valuta virtuale sia in valuta *fiat*, funzionali all'attività di *trading*. Sovente le monete tradizionali sono detenute mediante intermediari finanziari abilitati su conto *omnibus* intestato all'*exchange*: ciò ostacola l'intermediario abilitato, all'oscuro delle disponibilità in valuta legale riconducibili

---

disposizioni normative, penalmente sanzionate, che riservano l'esercizio della relativa attività ai soli soggetti legittimati (artt. 130, 131 TUB per l'attività bancaria e l'attività di raccolta del risparmio; art. 131 ter TUB per la prestazione di servizi di pagamento; art. 166 TUF, per la prestazione di servizi di investimento). Analoga avvertenza sui rischi connessi all'utilizzo di valute virtuali è stata emessa dall'Autorità di Vigilanza francese (cfr. [https://www.banque-france.fr/uploads/tx\\_bdfgrandesdates/Focus-10-stabilitefinanciere.pdf](https://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/Focus-10-stabilitefinanciere.pdf)).



ai singoli clienti dell'*exchange* ad una determinata data e affida solo alle eventuali procedure di monitoraggio di quest'ultimo la registrazione delle disponibilità presenti sui conti dei clienti. In tal modo, questi ultimi potrebbero detenere ingenti quantità di valute cripto e *fiat*, talvolta anche per lunghi periodi e senza utilizzarle per attività di *trading*; inoltre, in ragione dell'assenza, tuttora attuale, in capo all'*exchange* degli obblighi di comunicazione previsti per l'archivio dei rapporti con operatori finanziari dell'Agenzia delle Entrate, i clienti della piattaforma possono detenere disponibilità in euro su **conti non censiti** nel ricordato archivio.

Va considerato, poi, che la maggior parte degli *exchange* sono **centralizzati**. In questo modello tecnologico-operativo il cliente della piattaforma non opera direttamente in *blockchain* e non controlla in autonomia le proprie disponibilità in valuta virtuale<sup>51</sup> ma accende un *wallet* (o *account*) presso un *exchange* e opera sulle proprie disponibilità solo ricorrendo alle funzionalità offertegli, generalmente mediante siti Internet o App, dalla *piattaforma* che, contrariamente alla filosofia originaria delle valute virtuali, lo disintermedia completamente rispetto alla *blockchain* operando alla stregua di un "intermediario" del mondo virtuale. Le valute virtuali dei clienti vengono conservate su indirizzi della *blockchain* nella disponibilità esclusiva dell'*exchange*, unico soggetto in possesso delle relative chiavi crittografiche e in grado quindi di movimentarli; analogamente, la valuta *fiat* dei clienti viene conservata su rapporti, intestati all'*exchange*, accesi presso istituti bancari e/o finanziari. Per motivazioni operative volte alla gestione della contabilità della clientela, ad ogni cliente vengono associati uno o più indirizzi di "deposito", utilizzati per far confluire all'interno di uno specifico *wallet/account* disponibilità provenienti dall'esterno della piattaforma: una volta accreditate le disponibilità su tali indirizzi di deposito la piattaforma solitamente

---

<sup>51</sup> Gli *exchange provider* oltre a svolgere l'attività di *Custodial Wallet*, permettono di ricevere fondi in valuta *fiat* o criptovaluta per attuare una conversione, come i cambia-valute fisici; mentre questi ultimi, però, si limitano a convertire valute a corso legale presentate dal portatore al banco senza possibilità di disporne, diversa è la situazione dei "Custodial Exchange provider". Diversamente dai *Centralized Exchange provider* i *Decentralized Exchange provider* non trattengono fondi di terzi e lasciano gestire in modo totalmente automatizzato, grazie all'impiego di *Smart Contract*, il *trading* fra utenti. Possono essere considerati dei *market place* decentralizzati che permettono di gestire automaticamente l'incontro fra domanda e offerta, mettendo a garanzia delle transazioni: – collaterali costituiti da *token* ancorati alla moneta con corso legale (*fiat pegged token*) caratterizzati da un tasso di volatilità basso; – particolari conti *escrow* (ovvero depositi in garanzia) basati su sistemi decentralizzati multi-firma. Per un quadro più completo cfr. R. GARAVAGLIA, *Finalità, funzionamento e tipologia di utilizzi delle Blockchain* Roberto Garavaglia, in *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, *Quaderni di Ricerca Giuridica* a cura di F. MAIMERI e M. MANCINI, 87, settembre 2019, 161 e ss.

le trasferisce su altri indirizzi sotto il proprio controllo ovvero le usa per soddisfare le richieste di trasferimento verso indirizzi esterni che provengono anche da altri clienti. Solo le operazioni di trasferimento di valuta virtuale da/verso indirizzi “esterni” (cioè non gestiti dall’*exchange*) lasciano traccia all’interno della blockchain. Viceversa, le altre tipologie di operazioni (cambio cripto–*fiat*, cambio cripto–cripto e se previsto trasferimento tra *wallet* accessi dall’*exchange*) non lasciano alcuna traccia sul registro pubblico delle transazioni essendo trascritte esclusivamente nei sistemi gestionali dell’*exchange*. Per qualsiasi conversione (*fiat*–cripto, cripto–cripto, cripto–*fiat*) i *Centralized Exchange provider* trattengono fondi (rappresentati sia da *criptoasset* sia da valuta *fiat*) non “propri”, ossia di terzi, di cui possono disporre in qualsiasi istante, ovvero sino a quando l’operazione di conversione viene eseguita; i fondi sono trattenuti su un conto c.d. “*escrow*”<sup>52</sup>. Se operano anche come *Custodial Exchange provider*, custodiscono le chiavi private del *wallet* di chi chiede la conversione (non possono però disporre in piena autonomia di alcuna operazione per conto di essi).

Un’altra area in espansione è rappresentata dal finanziamento alle imprese attraverso **offerte iniziali di moneta** (*initial coin offerings o ICOs*)<sup>53</sup>. *Start up* innovative nel settore *fintech*<sup>54</sup> sovvenzionano la propria attività emettendo gettoni (*token*) in

<sup>52</sup> Per quanto attiene le garanzie dei fondi sul conto *escrow*, attualmente i principali *Centralized Exchange provider* prevedono dei collateralizzati costituiti da ***asset-backed token*** “ancorati” a valute *fiat* (altresì noti come “*fiat pegged token*”) caratterizzate da un tasso di volatilità molto basso o *asset class conservative* (p.es. i *Tether*).

<sup>53</sup> Si tratta di un fenomeno economico che nel periodo di massimo valore delle valute virtuali ha consentito di raccogliere ingenti quantità di capitali (nel solo biennio 2017–2018 la raccolta a livello mondiale ha raggiunto quasi USD 30 mld). In uno *statement* dell’ESMA si segnala e che, a seconda di come sono strutturate, le *ICOs* «*potrebbero non rientrare nell’ambito delle regole esistenti e quindi rimanere al di fuori dello spazio regolamentato. Tuttavia, laddove le monete o i token si qualificano come strumenti finanziari, è probabile che le imprese coinvolte nelle ICO conducano attività di investimento regolamentate, quali collocamento, negoziazione o consulenza su strumenti finanziari o gestione o commercializzazione di fondi di investimento collettivo. Le imprese possono, inoltre, essere coinvolte nell’offerta di valori mobiliari al pubblico*»; cfr. *ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements*, 13 November 2017, ESMA50–157–828, reperibile sul sito web dell’ESMA, Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati. L’autorità ha avvertito che le *crypto currencies*, se utilizzate in determinate forme, quali «strumenti finanziari» possono comportare l’applicazione della disciplina di cui alla Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II); analogamente con riferimento all’ulteriore categoria delle *STOs* (*Security Tokens Offerings*).

<sup>54</sup> Con il termine *FinTech* ci si riferisce alla *Financial Technology*, quale innovazione finanziaria resa possibile dall’innovazione tecnologica. Il termine è stato di recente utilizzato anche dal d.l. 30.4.2019, n. 34, conv. in l., con mod., dall’art. 1, c. 1, l. 28.6.2019, n. 58 (che prevede una serie di iniziative volte alla sperimentazione delle “attività di tecno–finanza”, istituendo al riguardo, presso il Ministero dell’economia e delle finanze, l’omonimo “*Comitato FinTech*”). In argomento cfr. I. VISCO, *European Central Bank and Banca d’Italia joint conference, Digital transformation of the retail*

cambio di moneta legale o valuta virtuale. Di frequente l'attività di impresa dell'emittente è in fase di mera progettualità e l'inizio della produzione di beni o prestazione di servizi è programmato dopo la conclusione della raccolta di fondi. Per sostenere un progetto – la creazione di un circuito monetario virtuale alternativo o un'iniziativa economica basata sulla tecnologia *blockchain* – alla pubblicazione *on line* di un prospetto informativo (*white paper*) segue la raccolta fondi (a termine, in moneta legale o in valuta virtuale) con susseguente rilascio di un *token* in favore del "pagatore", in misura proporzionale alla partecipazione al capitale di rischio richiesto per l'esecuzione del programma. I veicoli che emettono i *token* possono essere società, persone fisiche o *network* di sviluppatori di prodotti. I *token*, quale valuta virtuale di nuova emissione, saranno spendibili nel futuro sistema monetario virtuale, senza attribuire diritti sociali partecipativi, anche se l'emittente talvolta promette ai finanziatori diverse forme di condivisione dell'attività d'impresa, prospettandone i profitti. La raccolta dei fondi nell'ambito delle ICO di solito avviene in valuta virtuale e comporta l'esigenza, da parte del soggetto che ha lanciato la ICO, di cambiare la valuta virtuale in valuta fiat poi utilizzata per la realizzazione del progetto imprenditoriale. Spesso, inoltre, i *token* emessi in sede di ICO costituiscono a loro volta *asset virtuali* scambiabili presso taluni *exchange*. La collocazione tra il pubblico di nuove valute virtuali con tale schema di offerta richiede una scrupolosa adeguata verifica "in entrata", secondo la vigente disciplina antiriciclaggio (art. 17 d.lgs. n. 231/2007).

Tali operatività appaiono coerenti con le nuove forme di intermediazione del mercato finanziario sorte con lo sviluppo del Fintech in relazione all'attività di *crowdfunding*, riferite al segmento bancario (*lending based crowdfunding* o *peer-to-peer lending* o *P2P lending*) e alla raccolta di capitale di rischio e di debito da parte delle imprese (*investment based crowdfunding*). L'attività di raccolta di denaro da parte di un soggetto nei confronti del pubblico con impiego, da parte dell'investitore, di somme relativamente modeste, per finanziare, assieme ad altri individui, un progetto, un'impresa o un'esigenza di consumo del richiedente è fase espansiva nella forma del *Financial Return crowdfunding* (FR crowdfunding), in cui l'investimento è finalizzato ad ottenere un rendimento finanziario<sup>55</sup>. Il *lending based crowdfunding* non è attualmente regolamentato in Italia. L'attività delle piattaforme di *P2P lending*

---

*payments ecosystem*, Roma, 30 novembre 2017, reperibile al link [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2017/en\\_Visco\\_30112017.pdf?language\\_id=1](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2017/en_Visco_30112017.pdf?language_id=1).

<sup>55</sup> M. BELLINO, *Strumenti digitali e credito*, in *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza legale a cura di F. MAIMERI e M. MANCINI, n. 87, settembre 2019, 260–289.

comporta nuove forme di intermediazione delle attività di raccolta di risparmio tra il pubblico ed esercizio del credito e pone problemi di applicabilità «*delle norme che regolano le attività riservate dalla legge a particolari categorie di soggetti (ad esempio, attività bancaria, raccolta del risparmio presso il pubblico, concessione del credito nei confronti del pubblico, prestazione dei servizi di pagamento)*»<sup>56</sup>: non solo sul versante dei *nuovi* intermediari mai anche su quello dei richiedenti e dei prenditori.

Le piattaforme di P2P *lending* costituiscono un luogo virtuale nel quale l'utente in *deficit* può rivolgersi direttamente al pubblico per ottenere la concessione di un finanziamento; tali piattaforme organizzano e gestiscono l'incontro tra richiedenti e prenditori svolgendo il ruolo di *intermediari* deputati a: – raccogliere e verificare le informazioni necessarie alla valutazione del merito creditizio del richiedente; – sulla base dell'elaborazione di tali informazioni, inserire il richiedente in una classe di rischio, calcolando o gestendo il calcolo del tasso di interesse applicabile all'operazione di finanziamento; – curare l'incrocio tra le richieste e le offerte di credito e, nella fase successiva alla conclusione dell'operazione, monitorare l'adempimento del prenditore, gestendo i flussi monetari tra gli utenti; – nel caso in cui il prenditore sia inadempiente, curare, su mandato dei prestatori, la procedura per l'eventuale recupero forzoso dei crediti insoluti: – nei modelli più avanzati, coprire eventuali perdite da parte del prestatore e permettere la cessione dei crediti tra gli utenti<sup>57</sup>. In particolare, va sottolineato che la *gestione dei fondi degli utenti* inizia solitamente prima che il contratto di mutuo venga concluso, quando l'utente, registratosi come prestatore per offrire denaro sulla piattaforma, deve trasferire i relativi fondi su un apposito conto tenuto dal gestore del portale o dall'intermediario partner; la provvista così creata viene vincolata ad una richiesta di prestito al momento del *matching* tra richiedente e prestatore, con effettivo trasferimento delle somme dal conto del prestatore al conto del richiedente solo al termine del periodo di raccolta (nelle raccolte organizzate secondo il modello “*all or nothing*”, il mancato raggiungimento di una soglia minima di raccolta impedisce la conclusione del contratto di finanziamento ed implica lo svincolo delle somme dei prestatori dalla richiesta di prestito). Finanziata la richiesta tramite la piattaforma, il prestatore avrà diritto alla restituzione del capitale mutuato ed alla corresponsione del tasso di interesse secondo le modalità ed i termini previsti dal

---

<sup>56</sup> Banca d'Italia, Delibera n. 584/2016, Sezione IX.

<sup>57</sup> Per un quadro delle modalità di verifica del merito creditizio del richiedente, di fissazione del tasso di interesse, delle modalità di conclusione dei contratti di fissazione cfr. M. BELLINO, *op.cit.*, 260–289.

contratto concluso con il richiedente e dal relativo piano di ammortamento. Se il contratto base tra la piattaforma ed il prestatore preclude generalmente all'utente la cessione del credito al di fuori della piattaforma, implicando così l'impossibilità per il prestatore di liquidare autonomamente il proprio investimento prima della sua scadenza naturale, alcune piattaforme permettono al prestatore di cedere i propri crediti ad altri utenti desiderosi di subentrare nella posizione del cedente.

Altra forma di intermediazione creditizia è propria del servizio di c.d. *invoice trading*, che permette alle imprese di conseguire liquidità cedendo, tramite la piattaforma che presta il servizio, i crediti risultanti da fatture emesse nei confronti dei propri clienti. In via generale, l'impresa, dopo essersi registrata sulla piattaforma, può caricare *on-line* le fatture emesse nei confronti dei propri clienti solitamente corredate da dati e informazioni sul cliente; raccolta la richiesta, la piattaforma valuta il merito creditizio del debitore ceduto e dell'impresa cedente e presenta la fattura agli utenti-investitori che, tramite meccanismi di asta al rialzo o di offerta competitiva, decidono se e a quale prezzo acquistare il credito della cedente. Aggiudicatosi il credito, l'utente cessionario corrisponde immediatamente all'impresa cedente una quota (solitamente pari all'80%-90%) del prezzo di acquisto del credito, saldando la differenza solo in caso di adempimento del debitore ceduto. In caso di mancato incasso della fattura, l'impresa cedente dovrà tenere indenne l'utente finanziatore se la cessione è avvenuta *pro-solvendo*, diversamente trasferendosi il rischio di inadempimento del cliente a carico del cessionario. A differenza di quanto avviene con il P2P lending, nell'*invoice trading* non si assiste alla conclusione di un contratto di mutuo tra gli utenti della piattaforma, ma alla cessione a titolo oneroso dei crediti dell'impresa in favore degli utenti-cessionari. Le operazioni di *invoice trading* appaiono affini allo sconto così come definito dall'art. 1858 cod. civ., il cui elemento qualificante risiede nel collegamento funzionale tra la cessione del credito non ancora scaduto, l'erogazione immediata di liquidità in favore del cedente e la prededuzione dell'interesse dovuto al cessionario per l'operazione. Anche lo scopo dell'*invoice trading* è analogo a quello perseguito dallo sconto, vale a dire procurare all'imprenditore liquidità immediata tramite lo smobilizzo di un credito non ancora giunto a scadenza.

La diffusione e l'affermarsi del modello del *crowdfunding* ha interessato anche il settore della raccolta di risparmio condotta dalle imprese mediante l'offerta, tramite piattaforme *on line*, di strumenti di capitale di rischio (*equity crowdfunding*) o di debito (*debt crowdfunding*). A differenza di quanto visto per il P2P lending, l'attività di *equity crowdfunding* è stata rapidamente disciplinata dal legislatore italiano con il d.l. n. 179 del

18 ottobre 2012 (c.d. Decreto Crescita bis, convertito in l. n. 212 del 17 dicembre 2012) La disciplina della raccolta di capitale di rischio tramite portali on line è contenuta anche nel t.u.f., all'art. 1, c. 5–novies (che definisce il «*Portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali*»), all'art. 50–quinqües (che disciplina l'attività dei gestori dei portali) e all'art. 100–ter (che disciplina le offerte attraverso gli stessi portali) e nel Regolamento sulla raccolta di capitale di rischio tramite portali on line adottato dalla Consob con Delibera del 26 giugno 2013 n. 18592 (Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on–line).

Tali operatività possono comportare anche l'impiego e l'acquisizione di criptovalute quali beni oggetto di risparmio o di investimento e rendono plasticamente concreti i rischi di abusivismo segnalati dall'Autorità di vigilanza.

#### 4. Abusivismi

##### 4.1. – *L'esercizio abusivo dell'attività di cambia valute virtuali e di gestore dei portali digitali ex art. 17 bis, comma 8 bis, della legge n. 141/2010*

In virtù dell'art. 17 *bis*, comma 8 bis, della L. n. 141/2010 (quale novellato dal d.lgs. n. 90/2017), le previsioni sull'**obbligo di registrazione** dei soggetti che esercitano professionalmente nei confronti del pubblico l'attività di cambiavalute, anche su base stagionale, e sulla **riserva di attività** si applicano, altresì, ai **prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale**, come definiti nell'art. 1, c. 2, lett. ff), del d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, tenuti ad iscriversi in una **sezione speciale del registro tenuto dall'Organismo degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi**, previsto dall'*articolo 128–undecies del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385*. Il riferimento è inteso sia agli *exchangers* che ai *wallet providers*: l'art. 1, c. 2, lettera ff), citato, infatti, si riferisce ad «*ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale*». Per favorire l'efficiente iscrizione, con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze<sup>58</sup>, sono state stabilite le modalità e la tempistica con cui i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale sono tenuti a comunicare la propria operatività sul territorio nazionale. Di rilievo, in tal senso, l'espressa

<sup>58</sup> Il decreto del MEF 13 gennaio 2022 (in GU Serie Generale n.40 del 17–02–2022) ha definito le modalità e la tempistica con cui i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale e i prestatori di servizi di portafoglio digitale sono tenuti a comunicare la propria operatività sul territorio nazionale nonché' forme di cooperazione tra il Ministero dell'economia e delle finanze e le forze di polizia.



previsione (art. 17 *bis*, c. 8–*bis*, d.lgs. n. 141/2010) per cui la comunicazione in discorso costituisce condizione essenziale per l'esercizio legale dell'attività da parte dei suddetti prestatori. Per effetto del generico richiamo contenuto dall'art. 17 *bis* c. 8, d.lgs. n. 141/2010 alle precedenti disposizioni del medesimo articolo, ivi compresa quella di cui al comma 5, **l'esercizio abusivo dell'attività di cambia valute virtuali e di gestore dei portafogli digitali troverà punizione in una sanzione amministrativa (da 2.065 euro a 10.329 euro)** emanata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Per quanto si dirà anche in appresso, tale forma di abusivismo di rilievo penale non assorbe ogni disvalore contrastato da **norme speciali di natura penale** rispetto all'operatività concreta dei prestatori di servizi per l'utilizzo delle valute virtuali<sup>59</sup>.

#### 4.2. – *Abusiva attività di raccolta del risparmio: inquadramento generale e operatività in criptovaluta*

L'**art. 130 TUB** sanziona lo svolgimento dell'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico in violazione dell'art. 11 TUB, disposizione che riserva alle banche «*l'acquisizione di **fondi** con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto ogni altra forma*». L'art. 11, c.1, cit. definisce la **raccolta del risparmio** quale «*acquisizione di **fondi** con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma*» e, al c. 2, ne vieta lo svolgimento «*tra il pubblico*» da parte soggetti diversi dalle banche.

La raccolta può realizzarsi in **qualsiasi forma**, purché non collegata all'emissione o alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata (*arg. ex art. 11, c. 5, l.*

---

<sup>59</sup> Può convenirsi con L. D'AGOSTINO, *Operazioni di emissione, cambio e trasferimento di criptovaluta: considerazioni sui profili di esercizio (abusivo) di attività finanziaria a seguito dell'emanazione del d.lgs. 90/2017*, in Rivista di Diritto Bancario, 1/2018, 278 in merito all'esclusione della disciplina dettata dal d.lgs. 31 marzo 1998, n. 114 (c.d. **legge sul commercio**), che punisce come illecito amministrativo (art. 22) il mancato rispetto delle disposizioni concernenti il preventivo rilascio dell'autorizzazione o la comunicazione di inizio dell'attività. Si tratta di normativa che interessa soltanto gli esercenti il commercio all'ingrosso e al dettaglio in sede fissa e coloro che lo esercitano su aree pubbliche e non il **trading online**. Con il d.lgs. 9 aprile 2003 n. 70, c.d. Codice del commercio elettronico (attuativo della direttiva 2000/31/CE), il Legislatore ha regolamentato la materia in termini liberali, così da favorire i **prestatori di servizi della società dell'informazione**. Quest'ultima definizione (cfr. art. 2, comma 1, lett. a) e b) comprende tutte «*le attività economiche svolte in linea – on line*», tra le quali rientrano le attività svolte dagli operatori professionali sul mercato delle valute virtuali. Secondo l'art. 6 («Assenza di autorizzazione preventiva») «*l'accesso all'attività di prestatore di un servizio della società dell'informazione e il suo esercizio non sono soggetti, in quanto tali, ad autorizzazione preventiva o ad altra misura di effetto equivalente*». Osserva conclusivamente L. D'AGOSTINO, *op. cit.*, che nel quadro di disciplina del commercio elettronico, l'attività dei prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale non necessita di alcun provvedimento autorizzatorio.

banc.). Il riferimento esplicito al deposito costituisce solo esemplificazione di una delle possibili forme tecniche della raccolta, ricollegata a qualsiasi operazione tra le parti, connaturata da un fattore temporale intermedio che inizia e termina con il denaro.

La giurisprudenza ha ritenuto il reato integrato anche dalla condotta dell'amministratore della società finanziaria che emette *warrants* i quali, in realtà, mascherano la cessione di obbligazioni rimborsabili: infatti, se attraverso l'emissione di tali "derivati" si assicura, di fatto, al cliente il valore dell'obbligazione più gli interessi, l'attività si trasforma in una vera e propria raccolta del pubblico risparmio, quale riservata alle banche, e non nel semplice acquisto del diritto ad esercitare l'opzione di acquisto sul titolo obbligazionario<sup>60</sup>.

L'**obbligo di rimborso** rappresenta l'elemento distintivo dell'acquisizioni di fondi oggetto della riserva bancaria, identificando una posizione debitoria, di origine contrattuale, nei confronti del cliente, con specifici riflessi sulla contabilizzazione (nel passivo dello stato patrimoniale) e sull'assunzione del rischio di impiego della liquidità, da governare secondo la valutazione del merito di credito. I tempi e l'entità del rimborso possono essere condizionati da clausole di postergazione o dipendere da parametri oggettivi, compresi quelli rapportati all'andamento economico dell'impresa o dell'affare in relazione ai quali i fondi sono stati acquisiti. Anche se escluso o non esplicitamente previsto, l'obbligo di rimborso si considera sussistente nei casi in cui esso sia desumibile dalle caratteristiche dei flussi finanziari connessi con l'operazione (cfr. art. 1 delibera CICR n. 1058/2005). In linea con le finalità generali della disciplina, la distinzione tra le fattispecie implicanti attività di acquisizione di fondi con obbligo di rimborso e quelle in cui detto obbligo è escluso deve essere individuata avendo riguardo alla complessiva struttura finanziaria dell'operazione concretamente posta in essere, indipendentemente dalla configurazione giuridica assunta dalla medesima (cfr. *Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 novembre 2016 in tema di disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*). La giurisprudenza ha riconosciuto configurabile il reato di abusiva attività di raccolta del risparmio anche senza emissione di titoli di credito, considerato che, in virtù dell'art. 11 l. banc., per "raccolta del risparmio" si intende l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia in forma di depositi, sia sotto altra forma, con l'esclusione delle sole ipotesi indicate nei commi 2-bis e 2-ter dell'art. 11 succitato (Cass., sez. V, n. 5801/2013 in una fattispecie nella quale ai creditori-finanziatori erano state

<sup>60</sup> Cass. pen., sez. V, n. 2071/2008.

rilasciate ricevute compilate su carta intestata della società beneficiaria e sottoscritte a nome della stessa).

L'art. 11, l. banc., da un lato, esclude talune fattispecie dalla nozione di raccolta del risparmio tra il pubblico; dall'altro, elenca le deroghe al citato divieto nei confronti dei soggetti non bancari. Sotto il primo profilo, non costituisce raccolta del risparmio tra il pubblico la *ricezione di fondi connessa all'emissione di moneta elettronica* (art. 11, c. 2-bis, cit.; art. 2, c. 2 Delibera CICR 1058/2005) o da inserire in *conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione di servizi di pagamento* (art. 11, c. 2-ter, cit.) e quella che, in conformità ai limiti e ai criteri fissati dal CICR, è effettuata presso specifiche categorie di soggetti individuate in ragione di rapporti societari e di lavoro (cd. forme di raccolte private ex art. 11, c. 3, l. banc.; artt. 6-8 della delibera CICR n. 1058/2005 in tema di raccolta presso soci, dipendenti e nell'ambito di gruppi); per tali situazioni è stata coniata l'espressione abusivismo in senso lato, per segnalare che l'autorizzazione non è richiesta purché si rispettino limiti e criteri appositamente stabiliti dal CICR. Sotto il secondo profilo, le previsioni dell'art. 11, c. 4, cit. escludono l'applicazione del divieto a Stati, organismi internazionali ed enti territoriali, nonché a tutti i casi in cui la raccolta sia effettuata ai sensi di norme di legge. A tale ultimo riguardo, viene espressamente indicata la raccolta effettuata dalle società ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito o altri strumenti finanziari. A tutela della riserva di attività delle banche, rimane comunque preclusa la raccolta di fondi a vista ed ogni forma di raccolta collegata all'emissione od alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata (art. 11, c. 5).

Costituiscono **strumenti finanziari di raccolta del risparmio** le obbligazioni, i titoli di debito e gli altri strumenti finanziari che, comunque denominati e a prescindere dall'eventuale attribuzione di diritti amministrativi, contengono un obbligo di rimborso. Al CICR è attribuito il compito di individuare gli *strumenti finanziari*, comunque denominati, la cui emissione costituisce raccolta del risparmio e di determinare, se non disciplinati dalla legge, limiti all'emissione nonché durata e taglio degli strumenti di raccolta diversi dalle obbligazioni (art. 11, c. 4-bis e 4-ter, l. banc.; art. 3-5 delibera CICR n. 1058/2005).

Nel contesto della fattispecie dell'art. 130 la raccolta del risparmio rileva in quanto si realizzi **nei confronti del pubblico** e tale attitudine proiettiva è variamente declinata dalla dottrina e dalla giurisprudenza. Una prima opinione è orientata verso una lettura qualitativa della nozione, valorizzando la tipologia del legame – non societario o non esattamente predeterminato – tra intermediario e risparmiatore; per

altra opzione appare determinante il dato quantitativo identificato dall'indeterminatezza del numero dei soggetti cui la raccolta è rivolta. La giurisprudenza predilige il primo criterio: la destinazione al pubblico dell'offerta non deve essere interpretata necessariamente in senso quantitativo, essendo sufficiente che lo sia in senso qualitativo e cioè come rivolta ad un numero potenzialmente illimitato di soggetti<sup>61</sup>.

Rispetto alla raccolta di valute virtuali l'applicazione dell'art. 130 cit. sarebbe ostacolata perché estranee alla categoria dei "fondi", non rappresentando mezzi monetari legalmente riconosciuti e non riconducibili a quella di "strumenti finanziari di raccolta del risparmio" riconosciuti nei provvedimenti del CICR, né ad essi assimilabili sulla base di diversa disciplina settoriale<sup>62</sup>. In via generale potrebbe rilevarsi che l'art. 130 cit. è inapplicabile anche perché «*l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso*», non è l'attività tipicamente prestata dagli *exchange* – i quali piuttosto permettono il **cambio** di valuta virtuale in reale e viceversa – mentre i **gestori di portafogli digitali non acquistano la proprietà** delle criptovalute sugli stessi depositate ma ricevono remunerazione per il servizio fornito, a terzi, a titolo professionale, anche online, di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, da costoro utilizzate al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali: difetta, in entrambi i casi, la condizione dell'acquisizione dei fondi con obbligo di rimborso.

<sup>61</sup> Cass. I, n. 36051/2003, in una fattispecie relativa all'utilizzo della struttura organizzativa del sindacato antiusura, per l'adesione al quale, con lo *status* di socio, non erano fissati requisiti, allo scopo di emettere "simec" — simboli econometrici di valore indotto — utilizzabili presso vari esercizi commerciali, aderenti all'iniziativa, per acquistare merce per un valore doppio rispetto al valore di acquisto del titolo con assunzione di obbligo di rimborso nei confronti degli esercizi commerciali aderenti; in senso conforme, per il reato ex art. 132 l. banc., Cass. pen., sez. II, n. 5285/1998 e Cass. pen., sez. VI, n. 5118/1999).

<sup>62</sup> Cfr. definizione di "fondi" ex art. 1, lett. q, d.lgs. n. 231/2007 ai fini del predetto decreto: «*le attività ed utilità finanziarie di qualsiasi natura, inclusi i proventi da questi derivati, possedute, detenute o controllate, anche parzialmente, direttamente o indirettamente, ovvero per interposta persona fisica o giuridica da parte di soggetti designati, ovvero da parte di persone fisiche o giuridiche che agiscono per conto o sotto la direzione di questi ultimi, compresi a titolo meramente esemplificativo: 1) i contanti, gli assegni, i crediti pecuniari, le cambiali, gli ordini di pagamento e altri strumenti di pagamento; 2) i depositi presso enti finanziari o altri soggetti, i saldi sui conti, i crediti e le obbligazioni di qualsiasi natura; 3) i titoli negoziabili a livello pubblico e privato nonché gli strumenti finanziari come definiti nell'articolo 1, comma 2, TUF; 4) gli interessi, i dividendi o altri redditi ed incrementi di valore generati dalle attività; 5) il credito, il diritto di compensazione, le garanzie di qualsiasi tipo, le cauzioni e gli altri impegni finanziari; 6) le lettere di credito, le polizze di carico e gli altri titoli rappresentativi di merci; 7) i documenti da cui risulti una partecipazione in fondi o risorse finanziarie; 8) tutti gli altri strumenti di finanziamento delle esportazioni; 9) le polizze assicurative concernenti i rami vita, di cui all'articolo 2, comma 1, CAP; ai sensi dell'art. 4, punto 25 della Direttiva (Ue) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2015 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno per fondi si intendono: «banconote e monete, moneta scritturale o moneta elettronica quale definita all'articolo 2, punto 2), della direttiva 2009/110/CE».*

La **fenomenologia reale**, però, è **assai diversa e varia**, come insegna l'esperienza storica che registra con netta prevalenza l'operatività di **exchange centralizzati** (cfr. *supra*) moderni "*intermediari*" dell'ecosistema virtuale. Secondo lo schema tecnologico di funzionamento di tali piattaforme le valute virtuali dei clienti, infatti, vengono conservate su indirizzi della *blockchain* nella disponibilità esclusiva dell'*exchange*, unico soggetto in possesso delle relative chiavi crittografiche e solo in grado quindi di movimentarli; per qualsiasi conversione (*fiat*-cripto, cripto-cripto, cripto-*fiat*) i *Centralized Exchange provider* trattengono fondi (rappresentati sia da *criptoasset* sia da valuta *fiat*) e se operano anche come *Custodial Exchange provider*, custodiscono le chiavi private del *wallet* di chi chiede la conversione. Se è vero che è loro precluso giuridicamente di disporre in autonomia di essi, la situazione non è diversa da quanto avviene per una normale banca rispetto ai suoi correntisti<sup>63</sup>: il divieto giuridico non esclude l'evenienza concreta che lo stesso possa essere trasgredito.

In un giudizio prefallimentare connesso all'accertamento dello stato di insolvenza di una piattaforma di *exchange* è stato acclarato che le criptovalute erano custodite quali beni fungibili, trattandosi di rappresentazioni digitali espresse in unità portatrici di un medesimo valore, fatte confluire dal gestore della piattaforma verso un indirizzo principale dello stesso ove erano archiviate quali **masse di criptovalute omogenee**. Sulla base di tali premesse il rapporto tra utenti ed *exchange* per la specifica criptovaluta è stato ricostruito quale **rapporto misto di deposito e trading**, il commercio presupponendo il correlato deposito. Proprio in ragione della loro fungibilità, una volta che le criptovalute degli utenti erano convogliate sull'indirizzo principale della piattaforma, le valute (ovviamente divise per specie) non recavano elementi distintivi circa la loro appartenenza ai singoli utenti, dando così luogo ad un **deposito irregolare**, cui conseguiva lo specifico obbligo per il depositario di mantenere sempre a disposizione dei depositanti la quantità integrale, con un coefficiente di cassa del 100%. Lo spostamento in un unico indirizzo dell'*exchange* assolveva per le criptomonete alla medesima funzione

---

<sup>63</sup> Per motivazioni operative volte alla gestione della contabilità della clientela, ad ogni cliente vengono associati uno o più indirizzi di "deposito", utilizzati per far confluire all'interno di uno specifico *wallet/account* disponibilità provenienti dall'esterno della piattaforma: dopo averle accreditate su tali indirizzi di deposito la piattaforma solitamente trasferisce le disponibilità su altri indirizzi sotto il proprio controllo ovvero le usa per soddisfare le richieste di trasferimento verso indirizzi esterni che provengono anche da altri clienti. Solo le operazioni di trasferimento di valuta virtuale da/verso indirizzi "esterni" (cioè non gestiti dall'*exchange*) lasciano traccia all'interno della *blockchain*; viceversa, le altre tipologie di operazioni (cambio *cripto-fiat*, cambio *cripto-cripto* e se previsto trasferimento tra *wallet* accessi dall'*exchange*) non lasciano alcuna traccia sul registro pubblico delle transazioni essendo trascritte solo sui sistemi gestionali dell'*exchange*.

economica di ogni deposito irregolare, ossia alla maggiore efficienza nel custodire insieme i beni di diversi depositari, per i quali è irrilevante l'identità della singola criptomoneta, purché sia sempre a loro disposizione la quantità, *rectius* il valore, di loro titolarità. Con la conseguenza, propria di ogni deposito irregolare di beni fungibili, che, quando non individuati al momento della consegna, l'unico modo per attribuire a un utente il suo capitale era quello di valutare i dati contenuti sul database, non essendo i *wallet* "fisicamente" distinti. In caso di ammanco, ciò precludeva la possibilità di capire di quale utente fossero i fondi scomparsi, dato che i fondi di tutti gli utenti venivano raccolti su di un unico conto ed entravano nella disponibilità del depositario che acquistava il diritto di servirsene e, pertanto, ne diventava proprietario («*La facoltà di servirsi del danaro depositato costituisce un elemento naturale della fattispecie di cui all'art. 1782 c.c.*»: Cass. 12552/2000), pur essendo tenuto a restituirne altrettanti della stessa specie e qualità, salvo apposita clausola derogatoria (Cass. 20 aprile 2001, n. 5843; 23.8.2011 n. 17512; 22.3.2013, n. 7262)<sup>64</sup>.

Il funzionamento concreto di tale schema tecnologico-operativo va considerato unitamente al fatto che talora i gestori di piattaforme centralizzate di *exchange*, per agevolare le operazioni di investimento e disinvestimento in valute virtuali, conservano la valuta *fiat* dei clienti su **rapporti omnibus intestati all'exchange**, accesi presso istituti bancari e/o finanziari, profilando quella situazione che può definirsi "**banca nella banca**". In tali situazioni l'acquisizione del risparmio nella forma di fondi corrispondenti a valute *fiat*, con obbligo di rimborso, sebbene accessoria all'attività principale, corrisponde esattamente alla fattispecie prevista dall'art. 130 TUB; parimenti è a dirsi nel caso di **collettori** che consigliano potenziali investitori fungendo da **punti di raccolta di fondi in valuta fiat**, ricevuta e anche effettuata con la ricarica di **carte prepagate**, per investirli in valuta virtuale, promuovendo servizi mediante internet (siti, *blog* a tema, ecc.).

Vi è poi da considerare il **social lending** (o *lending based crowdfunding*), strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme *on-line*, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto: lo schema può arricchirsi della possibilità su base volontaria che il rimborso dei prestiti in valuta *fiat* avvenga con valuta virtuale, eventualmente convertibile nella prima. In dottrina<sup>65</sup> si dubita che nell'attività delle

<sup>64</sup> Su tali principi cfr. Trib. Firenze n. 17/2019, inedita; Trib. Firenze n. 18/2019; App. Firenze, I civ., n. 712 del 1.4.2020 e 713 del 1° aprile 2020, inedita

<sup>65</sup> M. BELLINO, *op. cit.*, 271



piattaforme di P2P lending sia possibile rinvenire il tratto caratteristico dell'attività bancaria costituito dalla «attività di organizzazione e coordinamento, strutturale e funzionale, di operazioni di raccolta ed erogazione» di moneta<sup>66</sup>, quanto piuttosto un'attività contigua a quella bancaria consistente nella facilitazione della conclusione di contratti di finanziamento tra soggetti "pari". L'attività fisiologica della piattaforma non implicherebbe la disponibilità e l'impiego diretto dei fondi dei prestatori nei confronti dei richiedenti, sicché la piattaforma non assumerebbe su di sé il rischio di credito legato al finanziamento né il rischio di trasformazione delle scadenze<sup>67</sup>, differenziandosi in tal modo dall'intermediario bancario e dai suoi rischi tipici che ne giustificano la disciplina<sup>68</sup>. In senso difforme, il Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 novembre 2016 (delibera n. 584/2016) *in tema di disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche* ricorda che l'operatività dei **gestori** dei portali *on-line* che svolgono attività di *social lending* e di coloro che prestano o raccolgono fondi tramite i suddetti portali (rispettivamente, "finanziatori" e "**prenditori**") è consentita nel rispetto delle norme che regolano le attività riservate dalla legge a particolari categorie di soggetti (ad esempio, attività bancaria, raccolta del risparmio presso il pubblico, concessione di credito nei confronti del pubblico, mediazione creditizia, prestazione dei servizi di pagamento). Con specifico riferimento alla raccolta del risparmio tra il pubblico, vale il divieto generale, salvo che per i soggetti autorizzati e salve le eccezioni sopra richiamate.

Per gestori e prestatori valgono le deroghe al divieto di raccolta di risparmio tra il pubblico previste dall'art. 11 del TUB, nel rispetto delle modalità e dei limiti previsti dalle presenti disposizioni. In particolare, per i **gestori**, non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico: – la ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione dei servizi di pagamento dai gestori medesimi, se autorizzati a operare come istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari di cui all'art. 106 del TUB autorizzati a prestare servizi di pagamento ai sensi dell'art. 114–novies, comma 4, del TUB; – la ricezione di fondi connessa all'emissione di moneta elettronica effettuata dai gestori a tal fine autorizzati. Per i **prenditori**, invece, non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico: –l'acquisizione di fondi effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori. Al riguardo,

---

<sup>66</sup> P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Torino, 1995, 97.

<sup>67</sup> E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in Banca, borsa, tit. cred., 2018, I, 76.

<sup>68</sup> R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, V ed., 2012, 209

avute presenti le modalità operative tipiche delle piattaforme di *social lending*, le **trattative** possono essere considerate **personalizzate** allorché i prenditori e i finanziatori sono in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato e il gestore del portale si limita a svolgere un'attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto (tale condizione si considera rispettata, ad esempio, allorché il gestore predisponga un regolamento contrattuale standard che costituisce solo una base di partenza delle trattative, che devono essere in ogni caso svolte autonomamente dai contraenti, eventualmente avvalendosi di strumenti informatici forniti dal gestore); per non incorrere nell'esercizio abusivo della raccolta del risparmio, i prenditori si avvalgono esclusivamente di piattaforme che assicurano il carattere personalizzato delle trattative e sono in grado di dimostrare il rispetto di tale condizione anche attraverso un'adeguata informativa pubblica; — l'acquisizione di fondi presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale. La definizione di un limite massimo, di contenuto importo, all'acquisizione di fondi tramite portale *on line* di *social lending* da parte dei prenditori è coerente con la ratio del ricordato provvedimento del 8.11.2016, volta a impedire ai soggetti non bancari di raccogliere fondi per ammontare rilevante presso un numero indeterminato di risparmiatori. Sono comunque precluse ai gestori e ai prenditori la raccolta di fondi a vista e ogni altra forma di raccolta collegata all'emissione o alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata. Restano ferme le possibilità di raccolta senza limiti da parte di banche che esercitano attività di *social lending* attraverso portali *on-line*.

#### 4.3. – *Abusivismi in attività bancaria e in attività finanziaria*

L'**abusiva attività bancaria** (ex art. 131 TUB) e l'**abusiva attività finanziaria** (art. 132 TUB) non sembrano configurabili nella misura in cui gli operatori professionali in valute virtuali **non erogano finanziamenti**, secondo i contenuti dell'art. 106 TUB e dell'ulteriore esemplificazione operata con d.m. n. 53/2015<sup>69</sup>.

In concreto, però, le **piattaforme di P2P lending** – anche se autorizzate ad operare come Istituti di pagamento – potrebbero finanziare con **fondi propri** parte dei prestiti conclusi sul portale, ad esempio, per consentire ulteriori operatività in criptovalute, violando la riserva di attività dell'art.106 t.u.b., data l'abitudine delle

---

<sup>69</sup> Decreto del MEF del 2 aprile 2015, n. 53.

operazioni. Le stesse considerazioni sono valide anche per quanto riguarda i sistemi di **invoice trading** posto che l'art. 2, c. 1, lett. b) del d.m. n. 53/2015 l'attività di concessione di finanziamenti comprende anche l'acquisto di crediti a titolo oneroso, oggetto della riserva ex art. 106 TUB nel caso sia esercitata nei confronti del pubblico<sup>70</sup>.

Per diversa prospettiva, l'attività di concessione di credito delle **piattaforme** e degli **utenti-prestatori** potrebbe violare la riserva di attività di concessione di finanziamenti nei confronti del pubblico qualora sia svolta nei confronti di terzi con carattere di professionalità, così come disposto dall'art. 106 t.u.b. e dal conseguente decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 2 aprile 2015 n. 53. Affinché l'attività del prestatore non invada la riserva disegnata dall'art. 106 t.u.b., deve ritenersi opportuna la definizione, da parte delle piattaforme, di un **limite di investimento**.

Sempre nel funzionamento concreto degli **exchange centralizzati** sono venute in rilievo situazioni di finanziamenti erogati dai gestori delle piattaforme a singoli utenti per sovvenzionarne l'acquisto di valute virtuali convertibili e (in effetti convertite) in moneta *fiat*, consentendo ai medesimi di operare pure in presenza di *account* connotati da saldi negativi.

Fenomeno in espansione, poi, si profila il **prestito in criptovalute** (cd. *crypto lending*) quale nuova forma di finanziamento in cui il debitore ottiene un prestito in valuta *fiat* o *stablecoin* usando come collaterale, cioè come garanzia, i propri *crypto asset* (assumendo rischio di dover fornire liquidità nel caso in cui il collaterale scenda sotto la "zona sicura") a un tasso di interesse convenuto con il soggetto erogatore. Si parla di **lending speculativo**, con riferimento al prestito di criptovalute da un broker per negoziare con leva, e di **social lending**, quale forma di prestito tra privati in cui il prestatore assume una percentuale del rischio d'impresa del richiedente, a fronte di un investitore disposto a prestare i propri risparmi in cambio di una rendita. I tassi d'interesse variano a seconda della domanda e dell'offerta dell'*asset* sulla piattaforma di prestiti crittografici.

#### 4.4. – Abusiva emissione di moneta elettronica e abusiva prestazione di servizi di pagamento

L'assenza di valore legale delle valute virtuali preclude **la configurabilità delle fattispecie di abusivismo** delineate dagli articoli 131 *bis* e 131 *ter* TUB<sup>71</sup>.

<sup>70</sup> M. BELLINO, *op. cit.*, 279.

<sup>71</sup> Anche secondo la quinta direttiva europea antiriciclaggio le valute virtuali non dovrebbero essere confuse con la **moneta elettronica** quale definita all'articolo 2, punto 2, della direttiva 2009/110/CE del

Il reato di abusiva **emissione di moneta elettronica**, anzitutto, non è applicabile ai prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale, in quanto quest'ultima non riconducibile alla definizione delineata dall'art. 1, c. 1, lett h-*ter* TUB<sup>72</sup>. Il valore memorizzato nel supporto elettronico è rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente pari al controvalore della somma di denaro precedentemente conferita, mentre gli asset DLT sono unità di conto puramente virtuale, privi di valore intrinseco o autoritativamente stabilito, fondati unicamente sulla fiducia degli utenti e sulla formazione del prezzo sulle piattaforme di scambio. Per tale ragione anche i *miners* che nella pratica "coniano" le valute virtuali non sono soggetti alla norma in questione.

Il reato di abusiva **prestazione di servizi di pagamento** ha trovato sinora rare applicazioni giurisprudenziali: in un caso<sup>73</sup> è stato ritenuto configurabile in relazione al sistema di pagamento cd. *money transfer without money movement*, denominato

---

Parlamento europeo e del Consiglio, con il più ampio concetto di «**fondi**» di cui all'articolo 4, punto 25, della direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio, con il **valore monetario utilizzato per eseguire operazioni di pagamento** di cui all'articolo 3, lettere k) e l), della direttiva (UE) 2015/2366, né con le **valute di gioco** che possono essere utilizzate esclusivamente all'interno di un determinato ambiente di gioco.

<sup>72</sup> L. D'AGOSTINO, *Operazioni di emissione, cit.*, 14.

<sup>73</sup> Cfr. T. Palermo, n. 400/2018, con commento di QUATTROCCHI, *La rilevanza penale del sistema di pagamento hawala nelle condotte di favoreggiamento dell'immigrazione clandestina*, DPC n. 2, 2019, 21 ss., per il quale la continuativa offerta al pubblico e ad un numero indeterminato di soggetti del servizio di raccolta di denaro e di cambio di valuta, nonché della gestione del successivo trasferimento all'estero, con particolare riferimento alla trasmissione e all'esecuzione di ordini di pagamento, è suscumbibile nel reato *ex art. 131-ter*, costituendo prestazione di servizi di pagamento abusiva, *sub specie* di **rimessa** di denaro, sistematicamente posta in essere da soggetti non autorizzati nei confronti di una platea indefinita di destinatari. L'impostazione del giudice di merito è stata confermata, poi, anche da C. I, n. 11784/2021, per la quale, date le definizioni normative offerte dall' art. 1, c.2, lett. hsepties.1), l. banc.) e dall'art. 1, lett. n), d.lg. n. 11/2010, la cd. **hawala**, ove esercitata in assenza di autorizzazione, configura il reato di cui all'art. 131-ter l. banc., integrando un'abusiva prestazione di servizi di pagamento, nelle forme della «*rimessa di denaro*», svolta con sistematicità a favore di una clientela potenzialmente indefinita. Per altro ordine di considerazioni, la Cassazione sembra aver risolto rispetto alla fattispecie in analisi il dissidio giurisprudenziale esistente in merito alla portata oggettiva e qualitativa che deve presentare l'«*abusiva attività di prestazione di servizi di pagamento*»: se in alcune pronunce si era limitata a dare atto del fatto che la nozione di «*attività*» richiede una serie coordinata di atti, rientranti nelle tipologie previste e indirizzati al pubblico (C V n. 25160/2015), da ultimo sembra essersi stabilizzata nell'opinione per cui è riferibile al compimento di atti singoli e occasionali (Cass. pen., sez. II, n. 46287/2016; Cass.pen., sez. VI, n. 44699/2019), non richiedendo che l'agente presti il servizio di pagamento in modo continuativo, organizzato e professionale (da ultimo Cass. pen., sez. II, n. 5241/21, rv. 280645 per fattispecie in cui la Corte ha ritenuto corretta la condanna dell'imputato che, privo dell'autorizzazione di cui all'art. 114-novies, decreto cit. aveva effettuato tre operazioni di "hawala" – sistema di raccolta, consegna, compensazione e trasferimento di denaro nell'interesse di terzi – in violazione della riserva di cui all'art. 114-sexies del medesimo decreto).

*hawala*<sup>74</sup> ; inoltre, anche un servizio di trasferimento materiale di valori all'estero (somma in contanti) svolto da soggetto non autorizzato è stato ritenuto sussumibile nel reato in esame<sup>75</sup>.

La definizione di “**servizi di pagamento**”, offerta dall'art. 1, c. 2, lett. *h-septies.1*), l. banc.<sup>76</sup>, inserita dal d.lg. n. 217/2018, non mostra di riferirsi ad alcuna della attività svolte dai prestatori di servizi connessi all'utilizzo di moneta virtuale<sup>77</sup> Come è stato

---

<sup>74</sup> E' un sistema fiduciario, di tradizione araba, basato sul brokeraggio informale e su relazioni non contrattuali all'interno di una rete di intermediari, nel quale, senza diretto trasferimento di somme dal mittente al destinatario, l'*hawaladar* locale riceve dall'ordinante la somma di denaro che quest'ultimo vuole trasferire e l'*hawaladar* del paese di destinazione, sulla base dell'ordine del primo, liquida il denaro al beneficiario, che poi gli sarà ripagato in un secondo momento, con tempi e mezzi variabili).

<sup>75</sup> Cass. pen., sez.II, n. 34781/2018.

<sup>76</sup> Tali servizi, in particolare, consistono nelle seguenti attività: 1) servizi che permettono di depositare il contante su un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la **gestione** di un conto di pagamento; 2) servizi che permettono **prelievi** in contante da un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la **gestione** di un conto di pagamento; 3) esecuzione di operazioni di pagamento, incluso il **trasferimento** di fondi su un conto di pagamento presso il prestatore di servizi di pagamento dell'utilizzatore o presso un altro prestatore di servizi di pagamento: 3.1) esecuzione di addebiti diretti, inclusi gli addebiti diretti *una tantum*; 3.2) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o dispositivi analoghi; 3.3) esecuzione di bonifici, inclusi gli ordini permanenti; 4) esecuzione di operazioni di pagamento quando i fondi rientrano in una **linea di credito** accordata ad un utilizzatore di servizi di pagamento: 4.1) esecuzione di addebiti diretti, inclusi gli addebiti diretti *una tantum*; 4.2) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o dispositivi analoghi; 4.3) esecuzione di bonifici, inclusi gli ordini permanenti; 5) **emissione** di strumenti di pagamento e/o convenzionamento di operazioni di pagamento; 6) **rimessa di denaro**; 7) servizi di disposizione di ordini di pagamento; 8) servizi di informazione sui conti (per un'analisi più approfondita ed esemplificazioni cfr. RIGHINI, 11) . Il d.lg. n. 11/2010 (cfr. art. 1) contribuisce alla puntuale definizione dei concetti appena esposti e concorre a limitare il perimetro delle attività rientranti nella riserva, sottraendo da essa quelle previste dall'art. 2, c. 2, d.lg. n. 11/2010 in quanto prive del carattere di intermediazione ovvero perché di natura non digitale.

<sup>77</sup> In **Francia** il 6 dicembre 2011 il *Tribunal de Commerce de Creteil* ha parificato la **conversione in bitcoin di valuta avente corso legale offerta da alcune piattaforme alla fornitura di un servizio di pagamento** e come tale soggetta ad autorizzazione e controllo da parte dell'Autorità di sorveglianza. Nel 2013 la **Financial Crimes Enforcement Network** (FinCEN) statunitense, facente capo al Dipartimento del Tesoro, ha pubblicato un documento sulle monete virtuali (consultabile al link [http://fincen.gov/statutes\\_regs/guidance/html/FIN-2013-G001.html](http://fincen.gov/statutes_regs/guidance/html/FIN-2013-G001.html), visto luglio 2015) ai sensi del quale l'attività di **conversione delle monete esercitata su alcune piattaforme costituisce attività di trasferimento di fondi necessitante autorizzazione e sottoposto ai requisiti del *Bank Secrecy Act***. Come ricorda N. VARDI, *op. cit.*, 443 e ss., in seguito a tale decisione la piattaforma Mt.Gox, sottoposta a provvedimenti di indagine, ha chiesto ed ottenuto una licenza di *Money Service Business*, come tale sottoposta a controlli antiriciclaggio e antiterrorismo. Più in dettaglio negli Stati Uniti la circolazione delle valute virtuali è regolata diversamente a livello nazionale, entro i limiti fissati dalla normativa federale. Tra le normative regionali più rigorose il c.d. *BitLicense*, approvato dal Dipartimento dei servizi finanziari dello Stato di New York nel 2014. Annota L. D'AGOSTINO, *Operazioni di emissione, cit.*, 20: «*il provvedimento detta disposizioni sulla protezione dell'utente/consumatore, reca misure*

osservato, infatti, «*alla base della circolazione delle virtual currencies vi è l'idea di una radicale "disintermediazione" della gestione, tale per cui le transazioni sono effettuate peer to peer tra gli utenti e validate "democraticamente" dalla rete. I servizi di pagamento permettono di depositare il contante su un "conto di pagamento" e di effettuare tutte le operazioni richieste per la gestione del conto medesimo. Sebbene le principali piattaforme di trading offrano servizi aggiuntivi di portafoglio digitale (e-wallet), mettendo a disposizione un software di gestione della valuta virtuale, tale attività non potrebbe in alcun modo essere paragonata alla gestione di un conto di pagamento.(...) Ne consegue l'impossibilità di inquadrare le virtual currencies tra gli "strumenti di pagamento", definiti come "qualsiasi dispositivo personalizzato e/o insieme di procedure concordate tra l'utilizzatore e il prestatore di servizi di pagamento e di cui l'utilizzatore di servizi si avvale per impartire un ordine di pagamento" (art. 1, comma 1, lett. s del D. Lgs. 11/2010)*»<sup>78</sup>.

Le considerazioni che precedono non risolvono ogni fenomenologia delle attività concretamente svolte dai prestatori di servizi relativi alla valuta virtuale. Nell'esperienza storica è presente il caso **di prestatori di servizi concernenti le valute virtuali** che offrono remunerate prestazioni di custodia, **intermediazione nel trasferimento** e nella gestione delle valute virtuali ma anche di quelle **fiat**, al di fuori quindi di conti utilizzati esclusivamente per la prestazione di servizi di pagamento. I prestatori dei servizi, inoltre, potrebbero consentire la costituzione di **depositi in moneta virtuale**, obbligandosi a **riconvertirli** a richiesta del depositante in moneta legale, secondo precisi tassi di cambio, all'esito di impieghi intermedi in valute virtuali **convertibili** ed in tempi diversi dal primo cambio. Attività che potrebbero integrare forme di raccolta del risparmio tra il

---

*contro il riciclaggio e fissa gli standards minimi di cybersecurity per la gestione di servizi connessi all'utilizzo di valuta virtuale. Per ottenere l'autorizzazione all'esercizio dell'attività è necessario che l'istante sia in possesso di requisiti patrimoniali minimi atti a garantirne la stabilità finanziaria. Tra i soggetti obbligati figurano i professionisti dell'intermediazione sul VCs market che svolgono attività di financial brokering o altre attività connesse; restano invece esclusi gli operatori professionali che "estraggono" valuta virtuale alimentando la potenza di calcolo della blockchain (attività di mining) e le persone fisiche che acquistano valuta virtuale ai fini meramente speculativi. Le società autorizzate sono tenute a precisi obblighi di disclosure nei confronti delle Autorità di vigilanza, nonché di informazione ai clienti sui rischi connessi all'utilizzo delle valute virtuali».* La *BitLicense* dello Stato di New York ha segnato un passo importante nel processo di regolamentazione del mercato delle valute virtuali. Resta discussa l'applicabilità delle norme del Codice di diritto federale che disciplinano la registrazione dei *money transmitting businesses* e puniscono con sanzioni penali l'esercizio abusivo di tali attività economiche. Sul parallelismo tra gli elementi normativi delle fattispecie penali di abusivismo dell'ordinamento italiano (artt. 130 ss. TUB; 166 TUF) e quelle dell'ordinamento federale americano (§5330 US Code) cfr. ancora L. D'AGOSTINO, *Operazioni di emissione, cit.*, 21-22.

<sup>78</sup> L. D'AGOSTINO, , *Operazioni di emissione, cit.*, 15.



pubblico con l'acquisizione di fondi in valuta avente corso legale, convertibili in moneta virtuale a sua volta ri-convertibili nei primi<sup>79</sup>. Un' ulteriore fattispecie – potenzialmente rilevante ai fini dell'art. 131-ter c.p. – riguarda il **servizio di rimessa di denaro attraverso valute virtuali**; al solo scopo di trasferire un ammontare corrispondente a una somma in moneta legale, può essere offerto un primo servizio di cambio (da valuta legale in valuta virtuale), seguito dal trasferimento della valuta virtuale e poi ancora da un nuovo cambio della valuta virtuale in valuta legale.

#### 4.5. – *Abusivismi nei servizi e nelle attività di investimento*

L'interferenza rispetto alle attività riservate si è profilata sinora in ambito giudiziario, essenzialmente, rispetto al delitto ex art. 166 TUF e agli **investimenti finanziari atipici**. La fattispecie è connotata da rilevante duttilità applicativa ed è stata in grado di ricondurre nell'area del penalmente rilevante l'emissione e l'offerta non autorizzate di valori virtuali. L'attrazione della valuta virtuale all'interno della regolazione e supervisione dell'autorità pubblica non è stata fatta dipendere dalla sua natura intrinseca ma dalla *correlazione*, strutturale e dinamica, *tra il suo acquisto e la dimensione finanziaria dell'operazione* che la contempla (*sollecitazione* da parte di operatore professionale, *capitale* investito con attesa e *promessa* di rendimento, in condizione di *aleatorietà*)<sup>80</sup>.

Chi nega l'ipotizzabilità dell'abusivismo previsto dall'art. 166 del TUF, per lo più, si richiama alla natura tipica degli strumenti finanziari (v. *supra sub §2*), che è solo una delle componenti del *genus* prodotti finanziari, mentre l'inquadramento delle operazioni di investimento in prodotti finanziari rende significative le norme che incriminano l'*abusivismo* ex **art. 166** TUF.

In base alla ricordata disposizione è punito con la reclusione da uno a otto anni e con la multa da euro quattromila a euro diecimila (c.1) chiunque, senza esservi abilitato ai sensi del d.l.gs. n. 58/1998: *a)* svolge servizi o attività di investimento o di gestione collettiva del risparmio (cd. *abusiva prestazione di servizi ed attività di*

---

<sup>79</sup> cfr. Cass. pen., Sez. V. n. 16052/2002 per fattispecie in cui l'emissione di alcuni tagliandi (moneta complementare) di valore nominale pari alla lira ma accettati dalla base associativa ad un valore doppio rispetto alla stessa, con la possibilità degli stessi di riconvertire i tagliandi sempre al valore doppio di quello iniziale (e correlativo obbligo dell'emittente) è stata ritenuta violazione della disciplina di cui agli artt. 11, 106, 130, e 132 TUB.

<sup>80</sup> In Germania secondo la BaFin (Autorità federale per la supervisione del settore finanziario) riconduce l'uso dei *bitcoins* all'interno dell'attività bancaria sottoposta a regolamentazione.

*investimenti*)<sup>81</sup>; b) offre in Italia quote o azioni di Oicr; c) *offre* fuori sede, ovvero promuove o colloca mediante tecniche di comunicazione a distanza, *prodotti finanziari o strumenti finanziari o servizi o attività di investimento*; c-bis) svolge servizi di comunicazione dati. Con la stessa pena è punito (c.2) chiunque esercita l'attività di *consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede* senza essere iscritto nell'albo indicato dall'articolo 31, nonché (c.3) chiunque esercita l'attività di *controparte centrale* di cui al regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012<sup>82</sup>, senza aver ottenuto la preventiva autorizzazione ivi prevista.

I delitti sono strutturati secondo lo schema dei **reati di esercizio non autorizzato** di un'attività o di una professione e costituiscono **reati di pericolo astratto**<sup>83</sup>, se non **presunto**<sup>84</sup>, ponendosi a presidio dei meccanismi giuridici finalizzati a garantire una **selezione all'accesso** al mercato da parte di soggetti i cui requisiti di professionalità, onorabilità e adeguatezza sotto il profilo patrimoniale siano stati verificati *ex ante* dagli organi di vigilanza, sulla base del principio di riserva dell'attività a soggetti previamente autorizzati e sottoposti ad un sistema di controllo pubblico (art. 18 TUF).

---

<sup>81</sup> Art. 1, comma 5 TUIF: «Per “**servizi e attività di investimento**” si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: a) *negoiazione per conto proprio*; b) *esecuzione di ordini per conto dei clienti*; c) *assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente*; c-bis) *collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente*; d) *gestione di portafogli*; e) *ricezione e trasmissione di ordini*; f) *consulenza in materia di investimenti*; g) *gestione di sistemi multilaterali di negoziazione*; g-bis) *gestione di sistemi organizzati di negoziazione*.».

<sup>82</sup> Il regolamento comunitario EU 648/2012 “*European Market Infrastructure Regulation*” (EMIR), in vigore da marzo 2013, è finalizzato a favorire il raggiungimento di nuovi livelli di sicurezza e trasparenza nei mercati europei dei **prodotti derivati**. Le disposizioni della EMIR coinvolgono molteplici intermediari e processi operativi, stabilendo un contesto di mercato nel quale regole comuni e maggiore informazione contribuiscano a incrementare competitività e fiducia nei mercati. In particolare, i punti chiave di EMIR sono l'obbligo di utilizzo di una **controparte centrale autorizzata per negoziazioni fuori mercato di contratti derivati standardizzati**, l'obbligo di **registrazione** dei contratti derivati presso un repertorio di dati (c.d. trade repository) autorizzato, nuovi requisiti organizzativi e prudenziali nonché di gestione del rischio per l'offerta dei servizi di clearing. Il regolamento prevede inoltre un meccanismo di vigilanza collegiale da parte delle autorità, nazionali ed estere, a diverso titolo interessate all'attività di una controparte centrale che abbia un profilo di operatività *cross-border*.

<sup>83</sup> Cfr. FLICK, *Accessi al settore finanziario e segnalazioni degli intermediari: controlli, obblighi, responsabilità*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1994, 1207; CASTALDO, *Accesso all'attività bancaria e strategie penalistiche di controllo*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1996, 88; RUGA RIVA, *L'abusivismo finanziario: questioni giurisprudenziali e profili di legittimità costituzionale*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2001, 537; LOSAPPIO, *La repressione penale dell'esercizio abusivo della raccolta di risparmio a repressione penale dell'esercizio abusivo della raccolta del risparmio, dell'attività bancaria e di intermediazione finanziaria nel TULB*, 2004, 2195; ALFANO, *Art. 132. Abusiva attività finanziaria*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di CAPRIGLIONE, tomo IV, 2012, 2225.

<sup>84</sup> Cass. pen., sez. V, n. 37528/2020, rv. 280109-01.

Trattandosi di reato di pericolo, una volta che i risparmi del risparmiatore siano immessi nel mercato mobiliare dal soggetto non abilitato – e, quindi da soggetto idoneo a ledere l’interesse dell’investitore, del complessivo interesse del mercato mobiliare e dei singoli operatori – non ha rilevanza in quale modo – fedele o infedele – sia avvenuta la gestione dei risparmi dell’investitore<sup>85</sup>.

Il reato ha natura **plurioffensiva**, proteggendo non solo l’interesse pubblico alla **tutela della concorrenza** (posta in pericolo da intermediari non abilitati), **del risparmio e dei mercati finanziari**, ma anche quello alla sicura **professionalità** dei soggetti cui si rivolgono, per le loro operazioni sui mercati mobiliari, i privati investitori<sup>86</sup> che confidano nell’**affidabilità di tali soggetti** abilitati ai fini del **corretto svolgimento dei mercati mobiliari** e nell’ordinato e sereno svolgimento delle attività di investimento del risparmio<sup>87</sup>.

Il reato può **concorrere con quello di truffa**, posta la sostanziale differenza esistente tra le due fattispecie: infatti, mentre l’abusivismo è reato di pericolo, inteso a tutelare l’interesse degli investitori a trattare soltanto con soggetti affidabili nonché l’interesse del mercato mobiliare, nel suo complesso e nei suoi singoli operatori, ad escludere la concorrenza di intermediari non abilitati, la truffa è reato istantaneo di danno, che, per la sua esistenza, richiede l’effettiva lesione del patrimonio del cliente per effetto di una condotta consistente nell’uso di artifici o raggiri e di una preordinata volontà di gestire il risparmio altrui in modo infedele, e si consuma al momento della produzione dell’effettivo pregiudizio del raggirato e del conseguimento dell’ingiusto profitto dell’agente<sup>88</sup>.

Le fattispecie penali sanzionano la **violazione di un complesso di regole extra-penali** che, pur in assenza di un’espressa formula di rinvio<sup>89</sup> rimandano alle norme contenute nel TUF nonché a disposizioni di fonte regolamentare, direttamente o indirettamente richiamate. Le tensioni della fattispecie con il principio di legalità, sotto

---

<sup>85</sup> Cass. pen., sez. V, n. 22597 del 24/02/2012, Cattabiani, Rv. 252958.

<sup>86</sup> Cass. pen., sez. V, n. 28157/2015, rv 264914 – 01 assume che gli investitori siano legittimati a costituirsi parte civile ma assume che il danno patrimoniale subito dai clienti del promotore abusivo è estraneo alla struttura del reato e particolarmente incisivo deve essere l’accertamento del danno concreto arrecato ai clienti dalla condotta criminosa, eventualmente anche solo in relazione ai danni morali.

<sup>87</sup> Cass. pen., Sez. V, n. 28157/2015, Rv. 264917 – 01.

<sup>88</sup> Cass. pen., Sez. V, n. 32514/2020, Rv. 279873 – 01.

<sup>89</sup> M.B. MAGRO, *L’esercizio abusivo della professione di promotore finanziario: il caso della negoziazione di titoli in proprio*, nota a sentenza Cass. pen., sez. V, 29 maggio 2013, n. 27246, in *Società*, 2014, 3, 328.

il profilo della indeterminatezza del precetto, sovente rimarcate dalla dottrina<sup>90</sup>, non hanno incontrato il riconoscimento della Cassazione che si è richiamata al ripetuto insegnamento della Corte costituzionale (sent. n. 173/1973, e n. 5/1984) per il quale non è in contrasto né col principio di legalità, né col principio di uguaglianza la previsione di reati a forma libera, cioè il ricorso per la individuazione del fatto costituente reato a concetti diffusi e generalmente compresi dalla collettività in cui il giudice opera. È, nella specie, stata ritenuta evidente la chiara intellegibilità delle locuzioni adoperate nella norma in questione, anche alla luce della serie di "definizioni" stabilite all'arti del D.Lgs. n. 58 del 1998<sup>91</sup>.

L'art. 166 T.u.f. si compone di tre commi che prevedono **distinte fattispecie** incriminatrici.

Il **primo comma dell'art. 166** cit. delinea **figure criminose alternative**, punendo lo svolgimento di distinte tipologie di attività concernenti strumenti finanziari e prodotti finanziari da parte di chi non vi sia abilitato. Tra l'altro, integra il delitto di esercizio abusivo dell'attività di intermediazione finanziaria anche l'attività di *consulenza*, prestata al fine di reperire un proficuo programma di investimento, accompagnata dal mandato del cliente, atteso che questa non è prodromica all'esercizio dell'attività di intermediazione finanziaria, consentita solo ai soggetti debitamente autorizzati, ma ne è parte integrante e come tale è disciplinata<sup>92</sup>.

Quanto alla **condotta sub art. 166, c.1, lett. a)**, TUF i servizi e le attività di investimento sono definiti elencando una serie di attività aventi per oggetto "**strumenti finanziari**". In via astratta la negoziazione per conto proprio, l'esecuzione di ordini per conto dei clienti, la gestione di portafogli, la ricezione e trasmissione di ordini, la consulenza in materia di investimenti, la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, sembrano potersi riferire alle attività tipiche dei prestatori di servizi connessi all'utilizzo di valute virtuali. Ad esempio, la "gestione di portafogli" potrebbe riferirsi ai fornitori di servizi *e-wallet* e la "negoziazione per conto proprio" all'attività di *trading* "diretto". La condotta però è ricollegata a strumenti finanziari cui possono ricondursi eventualmente i valori mobiliari di cui all'art. 1, c. 1-bis del TUF. Come anticipato, nel caso delle valute virtuali tale categoria è ipotizzabile in presenza di negoziabilità su un mercato secondario e di correlazione con un sottostante riferito a valute, indici,

<sup>90</sup> Tra gli altri F. DALAITI, op.cit. passim

<sup>91</sup> Cass. pen., Sez. V, n. 48050/2009, Rv. 245536 – 01.

<sup>92</sup> Cass. pen., Sez. V, n. 21065 del 10/03/2004, Zaro, Rv. 229191.

merci o *commodities* di altro tipo (le cd. *stablecoin*) come per le unità rappresentative di quote di società o di debito oppure di valori reali regolati a pronti.

Anche l'**offerta in Italia di quote o azioni di OICR** (art. 166, c.1, lett. b), può rilevare in caso di titoli rappresentativi della partecipazione all'organismo disponibili in forma di *token*, la cui offerta nelle sedi di negoziazione italiane richiede una specifica autorizzazione. In caso di offerta non autorizzata di quote di fondi di investimento in criptovaluta sarebbe integrato il reato in esame.

Più ampio il campo di applicazione della fattispecie sub art. 166, c.1, lett. c), cit., riferibile a tutte le condotte di promozione, offerta e collocamento di cripto-attività finanziarie da parte di soggetti non abilitati. L'oggetto materiale della condotta è qui riferito non solo agli strumenti finanziari ma anche ai prodotti finanziari, cioè a ogni forma di investimento di natura finanziaria, categoria che ricomprende le più varie formule negoziali in cui vi è un impiego di un capitale caratterizzato dall'aspettativa di un rendimento e dall'assunzione di un rischio di natura finanziaria. La tutela penale contro l'abusivismo si estende, dunque, anche alle attività d'investimento realizzate mediante l'offerta di valori virtuali "finanziari". Gli intermediari saranno in particolare tenuti all'osservanza della disciplina del collocamento a distanza di prodotti finanziari, sottoposto all'autorizzazione preventiva della Consob in base alle informazioni contenute nel prospetto. Secondo la definizione fornita dall'art. 1, comma 1, lettera t) TUF, per "offerta al pubblico di prodotti finanziari" deve intendersi «*ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati*»<sup>93</sup>.

I promotori di criptoattività finanziarie – quali prodotti finanziari – devono rispettare le regole generali in materia di *servizi di investimento* e la rigorosa disciplina dettata per la sollecitazione (cfr. prospetto informativo ex art. 94, c.1, TUF e rispetto delle disposizioni autorizzatorie sull'offerta ed il collocamento a distanza), la cui inosservanza potrà rilevare come esercizio abusivo di attività finanziaria.

Rispetto alla condotta descritta dalla lettera c-*bis*) (prestazione non autorizzata di servizi di comunicazione di dati), riguardando i mercati regolamentati e le operazioni di negoziazione e post-negoziazione di strumenti finanziari, la stessa difficilmente potrà

---

<sup>93</sup> L'offerta al pubblico di prodotti finanziari è sottoposta ad una specifica disciplina (Capo I del Titolo II della Parte IV del TUF; Titolo I del Regolamento emittenti, approvato dalla Consob con delibera n.11971 del 14 maggio 1999; Libro VII del Regolamento Intermediari).

applicarsi all'attività degli intermediari del mercato valutario virtuale.

Altra questione interpretativa riguarda la configurazione delle fattispecie quali **reati istantanei, necessariamente abituali o eventualmente abituali**. L'alternativa è tra un'applicazione estesa a colui che solo occasionalmente ponga in essere un singolo atto rientrante nelle categorie elencate o limitata a chi ponga in essere un'attività, quale una serie coordinata e reiterata di atti in un breve lasso di tempo. Tale alternativa, prospettata anche rispetto alle omogenee figure di abusivismo finanziario e bancario, ha originato diversi orientamenti interpretativi. Per una prima opzione, il reato di finanziamento abusivo non richiede una pluralità di comportamenti né una stabile organizzazione o una specifica professionalità<sup>94</sup>. Per una seconda interpretazione, invece, un unico atto tipico potrebbe essere sufficiente, ma solo in corrispondenza di una stabile struttura organizzata di mezzi, ovvero di «*un'organizzazione professionalmente strutturata, con modalità e strumenti idonei per la concessione sistematica di un numero indeterminato di mutui e finanziamenti, rivolgendosi a un numero di persone potenzialmente vasto*»<sup>95</sup>. Per una terza ricostruzione, infine, il reato di abusivismo ha natura abituale, essendo necessario accertare i requisiti della professionalità e della pubblicità e conseguentemente il compimento di una pluralità di atti: non basterebbe la singola attività di collocamento, promozione, offerta, negoziazione, di strumenti finanziari, di finanziamento, di erogazione del credito, in seno a categorie limitate di soggetti, occorrendo una reiterazione della condotta espressiva di professionalità e pubblicità dell'attività svolta abusivamente, condizione di pericolosità, poiché solo la reiterazione degli atti, posti in essere verso un pubblico indeterminato di destinatari, e in modo professionale, supererebbe la soglia minima di pericolosità che la norma intende prevenire. Un singolo episodio abusivo potrebbe rilevare solo in corrispondenza di un'autentica struttura professionale organizzata destinata a svolgere attività finanziaria, sintomatica di astratta idoneità a produrre effetti distorsivi sul mercato del credito<sup>96</sup>. La Cassazione, dopo aver riferito all'abusivismo finanziario natura

<sup>94</sup> Ad esempio, a proposito della limitrofa figura descritta dall'art. 132 TUB si è ritenuto (Cass. pen., sez. II, 10 giugno 2009, n. 29500) sufficiente l'erogazione anche di un solo finanziamento in violazione dell'obbligo di iscrizione negli elenchi di cui agli articoli 106 e 113 del d.lgs. n. 385/93 e anche un finanziamento rivolto ad una cerchia ristretta di persone. Ciò in ragione dell'interesse protetto, messo in pericolo anche da una sola condotta proveniente da un soggetto non legittimato, a prescindere dalle condizioni e/o affidabilità del finanziamento.

<sup>95</sup> Cfr. Cass. pen., sez. II, 2 ottobre 1997, n. 5285, in *Riv. pen.* 1998, 148 e in *Giust. pen.*, 2000, 2, 103; Cass. pen., sez. II, 14 dicembre 2004, n. 1628.

<sup>96</sup> MAGRO, *Abusiva attività finanziaria e requisito tacito della stabile organizzazione: il caso "banca nella banca"*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2012, 4, 279.



di reato di pericolo presunto a tutela del corretto funzionamento del mercato, avente ad oggetto lo svolgimento di servizi o attività di investimento o di gestione di risparmi altrui, ha escluso dall'area penalmente sanzionata il compimento di singoli atti occasionali, richiedendo, invece, una serie coordinata di atti rientranti nelle tipologie previste, secondo un concetto di professionalità in senso ampio, ed indirizzati al pubblico, nel limitato senso di soggetti quantitativamente e qualitativamente non predeterminati<sup>97</sup>; tuttavia, tali condotte possono essere poste in essere dal soggetto attivo nei confronti di un **unico cliente**, in quanto ciò non esclude che l'attività di prestazione di servizi finanziari abbia carattere di pubblicità e professionalità<sup>98</sup>.

In effetti, si ritiene preferibile l'esegesi per la quale il reato dell'art. 166 TUF sarebbe integrabile anche a fronte di un singolo fatto di abusivismo finanziario, purché espressivo della capacità operativa di un organismo provvisto di struttura idonea a far confluire flussi finanziari e servizi bancari verso un numero di soggetti potenzialmente illimitato; qualora, invece, il soggetto attivo agisca in proprio, ovvero per obiettivi personali e a prescindere dall'ente, occorre una ripetizione di atti nel tempo con nesso di abitudine. Potendo la persona fisica agire all'interno di una struttura organizzata, anche nella forma della società di fatto, nell'interesse o a vantaggio oltre che in nome e per conto di un ente meta-individuale di qualunque natura anche sfornito di personalità giuridica, è necessario individuare il *soggetto a vantaggio del quale viene realizzata abusivamente l'attività finanziaria*, ovvero si comprende se venga in rilievo lo svolgimento di un'attività finanziaria in termini stabili (cioè non occasionali o isolati), strutturati e organizzati, in forma societaria di fatto o legalmente riconosciuta, a prescindere dalla sottoposizione dei controlli amministrativi preventivi necessari. La giurisprudenza ha anche chiarito che l'illecito in esame è un reato di pericolo a **consumazione prolungata**, nel quale deve distinguersi il *perfezionamento* della fattispecie, coincidente con il momento di realizzazione di tutti i suoi elementi costitutivi, dalla *consumazione*, che, invece, si realizza quando si siano prodotte tutte le conseguenze della condotta illecita, dall'ultima delle quali si deve far decorrere il termine per la prescrizione (in motivazione la S.C. ha chiarito che il reato, nel caso di specie, si era perfezionato nel momento in cui era stato conferito all'imputato l'incarico di investire le somme affidategli dai clienti, ma si era consumato fino al momento in cui

---

<sup>97</sup> Cass. pen., Sez. V, 20/12/2013, n. 18284, rv. 259836; Id., 04/04/2013, n. 28036, rv. 255574.

<sup>98</sup> Cass. pen., Sez. V, n. 37528/2020, rv. 280109 – 01.

quell'incarico era stato concretamente svolto)<sup>99</sup>. Soluzione condivisa anche assumendo la **natura eventualmente abituale** del reato, integrato sia da un'unica condotta idonea a configurarlo quanto dalla reiterazione di più condotte omogenee che danno vita ad uno stesso reato, caso nel quale coincidendo il momento della consumazione delittuosa con la cessazione dell'abitudine, ai fini della prescrizione, il termine decorre dal compimento dell'ultimo atto antiggiuridico<sup>100</sup>.

Profilo collegato riguarda la rilevanza della **professionalità** e della **pubblicità dell'attività abusiva** ai fini dell'integrazione delle fattispecie. Mentre la "*professionalità*" indica l'esistenza di un'attività stabile, strutturalmente destinata a reiterarsi nel tempo, la "*destinazione al pubblico*" dell'attività va intesa in modo qualitativo e non quantitativo, sussistendo quando la stessa è rivolta ad un numero potenzialmente indeterminato di soggetti e difettando quando diretta ad una pluralità di persone individuate per effetto di un'appartenenza (come nel caso di società che svolge intermediazione finanziaria nei confronti dei soci). Diversamente dall'art. 132 TUB, l'art. 166, c.1, TUF *non richiede espressamente che le attività in questione siano esercitate professionalmente nei confronti del pubblico*. Malgrado qualche opinione contraria, la giurisprudenza ritiene che tali connotazioni della condotta penalmente rilevante si evincano dall'interpretazione sistematica e teleologica<sup>101</sup>. Per la giurisprudenza, infatti, i requisiti della professionalità e pubblicità dell'attività abusiva sono connaturati al delitto che richiede l'esercizio di attività di intermediazione finanziaria svolto in modo continuativo e prestabilito e non è integrato nel caso di attività sporadica di negoziazione di strumenti finanziari in assenza dell'abilitazione ad una cerchia molto ristretta di conoscenti potenzialmente determinata (parenti, amici, soci della società). Infatti, con riguardo all'ipotesi prevista nella lett. a), il riferimento ad "*attività*" a fianco dei "*servizi*" evoca lo svolgimento continuato e professionale delle condotte concernenti strumenti finanziari subordinate al rilascio di specifica autorizzazione (negoziante per conto proprio, esecuzione di ordini per conto di clienti, gestione di portafogli, ricezione e trasmissione di ordini, etc.) nonché eventuali servizi accessori, non subordinati ad alcuna specifica autorizzazione. Inoltre, la collegata previsione

<sup>99</sup> Cass. pen., sez. V, n. 16118/2016, rv. 267142 – 01; conf. Id., n. 19023/2015 rv 263622–01 per la quale nel reato di abusivismo finanziario la condotta illecita non si consuma con la stipula del contratto di gestione degli investimenti del cliente, né con il trasferimento delle risorse economiche da quest'ultimo e la loro immissione nel mercato mobiliare, ma prosegue con la gestione dei risparmi da parte dell'investitore.

<sup>100</sup> Cass. pen., sez. V, n. 8026/2017, rv. 269451.

<sup>101</sup> Cass. pen., sez. V, 29 maggio 2013, n. 27246.

dell'art. 18, c. 1, TUF, riserva l'esercizio dei servizi e delle attività di investimento ad imprese di investimento (SIM) e a banche se corredato, congiuntamente, dai profili della *professionalità* e della *destinazione* verso il pubblico. Il legislatore, dunque, ha tratteggiato la condotta con intrinseci profili di abitudine: "svolgimento", "attività" sono termini che esprimono una reiterazione di comportamenti, aventi come destinatari soggetti passivi in misura potenzialmente illimitata<sup>102</sup>.

Per l'integrazione del delitto basta il **dolo generico**, consistente nella coscienza e volontà dell'agente di svolgere le attività sopra indicate con la consapevolezza di non aver acquisito la relativa abilitazione.

La fattispecie di **abusivo esercizio dell'attività di consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede**<sup>103</sup> è delineata dall'art. 166, c. 2, TUF. Tale soggetto promuove e colloca i servizi d'investimento nonché i servizi accessori presso clienti o potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi d'investimento o prodotti finanziari, promuove e colloca prodotti finanziari, presta consulenza in materia di investimenti ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti prodotti o servizi finanziari; può promuovere e collocare contratti relativi alla concessione di finanziamenti o alla prestazione di servizi di pagamento per conto del soggetto nell'interesse del quale esercita l'attività di offerta fuori sede; non possono detenere denaro nonché strumenti finanziari dei clienti o potenziali clienti del soggetto per cui operano e non possono svolgere servizi diversi, non essendo un intermediario finanziario; lavorando per un intermediario finanziario, non possono personalmente negoziare o eseguire ordini o svolgere servizi di investimento, condotte che lo esporrebbero alla violazione dell'art. 166 c.2, TUF e plausibilmente anche del comma 1 lett. c) . La fattispecie è considerata **complementare** rispetto quella di esercizio abusivo dell'offerta fuori sede descritta alla lettera c) del primo comma dell'art. 166, posto che per

---

<sup>102</sup> MAGRO, *op. cit.*; Cass. pen., Sez. V, n. 18317/2017, Rv. 269616; Id., n. 18284/2014, Rv. 259836; Id., n. 27246/2013, Rv. 255443; Id. N. 115(2021

<sup>103</sup> Ai sensi dell'art. 31, c.1, TUF, per l'offerta fuori sede le Sim, le banche italiane, le imprese di investimento e le banche UE, le imprese di paesi terzi, le Sgr, le società di gestione UE, le Sicav, le Sicaf, i GEFIA UE e non UE, gli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del testo unico bancario si avvalgono di **consulenti finanziari** abilitati all'offerta fuori sede, fermo restando quanto previsto dagli articoli 27, comma 2, e 29-bis, comma 2. I consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede stabiliti sul territorio della Repubblica di cui si avvalgono le imprese di investimento UE, le banche UE, le imprese di paesi terzi, le società di gestione UE, i GEFIA UE e non UE sono equiparati, ai fini dell'applicazione delle regole di condotta, a una succursale costituita nel territorio della Repubblica. Ai sensi dell'art. 31, c. 2, cit., l'attività di consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede è svolta esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto.

effettuare tale forma di collocamento, gli intermediari debbono necessariamente avvalersi di promotori finanziari iscritti nell'apposito albo<sup>104</sup>; con tali incriminazioni sono presidiate penalmente tutte le fasi dello svolgimento dei servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio, essendo contrastato sia lo svolgimento di attività di intermediazione da parte di intermediari sforniti di autorizzazione (con responsabilità dell'apicale deputato a richiederla), tanto quella della persona fisica, iscritta o non iscritta all'albo, che svolge attività abusiva di consulente finanziario quale dipendente, agente o mandatario di un soggetto collettivo, abilitato a prestare servizi di investimento. L'art. 166, c.2, cit. costituisce figura speciale di abusivo esercizio della professione prevista dall'art. 348 c.p., punita in modo più severo per il particolare pericolo che ne può derivare al bene giuridico protetto, costituito dal mercato finanziario e dal risparmio in senso dinamico (art. 47 Cost.).

Anche la **natura istantanea o abituale** del reato ex art 166, c.2, cit. è controversa. Per un primo orientamento è sufficiente il compimento di un unico atto, potendo essere la condotta indifferentemente unica o ripetuta in un breve lasso di tempo, non avendo rilievo eventuali segmenti immediatamente successivi alla condotta minima necessaria per raggiungere la tipicità; onde il reato sarebbe istantaneo o eventualmente abituale e cesserebbe al momento in cui si esaurisce l'ultimo frammento delle condotte "utile", con configurabilità della continuazione al reiterarsi della stessa in tempo significativamente distinto e successivo. Altra opinione ritiene necessaria l'abitudine del reato, assumendo necessario il compimento di più atti propri e tipici dell'esercizio della professione destinati ad un pubblico indeterminato, ognuno rilevante per la consumazione dell'illecito penale: del resto, la norma incriminatrice richiama espressamente l'"attività" (implicante ripetizione di atti) e il connotato della "professionalità" emerge dall'art. 31, c.2, TUF; perciò, episodiche e occasionali attività di offerta fuori sede non rileverebbero mentre la reiterazione delle condotte in un coeso contesto temporale non importerebbe una pluralità dei reati, ma inciderebbe sulla determinazione in concreto della pena<sup>105</sup>. Per condivisibile soluzione intermedia<sup>106</sup>, in linea con l'insegnamento delle Sezioni Unite in tema di esercizio abusivo della professione<sup>107</sup>, occorre distinguere gli *atti tipici*

<sup>104</sup> MAGRO, *op. cit. in Società*, 2014, 3, 328 (nota a sentenza).

<sup>105</sup> ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, Milano, 2008, 363; ALESSANDRI (a cura di), *Reati in materia economica*, Torino, 2012, 221 ss.; SORBELLO, *L'abusivismo finanziario tra atto giuridicamente lecito e fatto penalmente rilevante*, in *Giur. mer.*, 2009, 2499 ss.; CONTI, *Profili penalistici del testo unico sull'intermediazione finanziaria*, in *Dir. pen. proc.*, 1998.

<sup>106</sup> MAGRO, *op. cit.*

<sup>107</sup> Cass., sez. un., 23 marzo 2012, n. 11545; Cass. pen., sez. VI, n. 33464/2018, Rv. 273788 – 01.

(o “propri” o “riservati”) da quelli *caratteristici*: mentre i primi sono attribuiti in via esclusiva e rilevano anche se compiuti in modo isolato e gratuito, gli altri sono “relativamente liberi”, nel senso che chiunque può compierli a titolo occasionale e gratuito, salvo divenire riservati se, strumentalmente connessi alla professione, avvengono in modo continuativo, sistematico, organizzato, remunerato e presentato all'esterno come proveniente da professionista qualificato tecnicamente e moralmente; in questa seconda ipotesi, infatti, il contesto di abitudine appare sintomatico di pericolosità per il bene giuridico protetto. Il reato, dunque, si atteggierebbe diversamente: reato istantaneo se sostanziato nel compimento di atti riservati, o reato necessariamente abituale a condotta plurima per gli atti caratteristici della professione per i quali occorrerebbero reiterazione, continuità, professionalità e destinazione al pubblico.

In questo quadro di acquisizioni si innestano recenti interventi della Corte di Cassazione ricordati in apertura, il primo dei quali ha ricevuto anche critiche per una certa densità della spiegazione della soluzione prescelta, poi rimediata nell'ultima pronuncia.

Ad esclusione dei *security tokens (STOs ed ICOs)*<sup>108</sup>, la correttezza della qualificazione nei termini di *proposta di investimento* della **sollecitazione alla compravendita di bitcoin** offerta dalla sentenza n. 26807/2020, con conseguente soggezione agli adempimenti di cui agli artt. 91 e ss. TUF e possibile integrazione del reato di cui all'art. 166, c. 1, lett. c) TUF, è stata contrastata sotto più profili, per violazione dei principi di tassatività, divieto di analogia e di legalità che governano la materia penale.

A diverse soluzioni, infatti, si dovrebbe pervenire sulla base dei seguenti argomenti: (i) la qualificazione dei *crypto assets* quali «*mezzi di pagamento*»<sup>109</sup> ne preclude la catalogazione quali «strumenti finanziari»; la direttiva UE 2019/713 del 17 aprile 2019 ha incluso i *crypto assets* tra i mezzi di pagamento diversi dai contanti e in sede di recepimento l'art. 1 del d.lgs. n. 184/2021, nel definire i «*mezzi di scambio digitali*», ha ricompreso anche la «*valuta virtuale*»; (ii) il MEF non ha classificato i *crypto assets* quali «*nuove categorie di strumenti finanziari*»; (iii) gli *exchangers* e i *wallet provider* sono definiti «*operatori non finanziari*» dall'art. 3, c. 5, lett. i e i-bis, d.lgs. n. 231/07, onde, il nostro ordinamento ha operato una precisa opzione rispetto alle operatività che

---

<sup>108</sup> Per i termini di rilevanza penale della specifica operatività in criptovaluta rispetto agli altri reati in materia di intermediazione finanziaria quali quelli ex artt. 167, 173-bis, 184 e 185 TUF cfr. F. DI VIZIO, *Lo statuto penale, cit.*; per D'AGOSTINO, *La criminalità economica, cit.*, 239, la definizione di “strumento finanziario” sembra escludere che la moneta virtuale possa beneficiare della tutela penale prevista per i mercati regolamentati, risultando inapplicabili le fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato (artt. 184 e 185 TUF) nonché di agiotaggio comune di cui all'art. 2637 c.c..

<sup>109</sup> Corte giust. sent. 22 ottobre 2015 C-264/14, *Skatteverket c/ David Hedqvist*.

coinvolgono *crypto assets*; iv) l'illecito amministrativo per esercizio abusivo dell'attività di cambio valute virtuali e di gestione dei portafogli digitali ex art. 17 *bis*, comma 8 bis, della legge n. 141/2010, è fattispecie specializzante rispetto al delitto di cui all'art. 166 TUF; (v) la valutazione della componente finanziaria o non finanziaria dell'operazione di acquisto si coglie verificando se prevale una finalità di godimento (che esclude il carattere finanziario dell'iniziativa), oppure una prospettiva di rendimento finanziario sottesa all'operazione, per qualificare un prodotto finanziario dovendosi sondare debitamente la *reale natura dell'offerta* e le *effettive intenzioni* che muovono l'acquirente, verificando caso per caso che vi sia un «*atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso collegato)*» quale «*elemento intrinseco all'operazione stessa*»<sup>110</sup>; (vi) la qualificazione a della Cassazione difetterebbero di dati normativi positivi posta la valenza meramente programmatica del piano di riforma comunitaria profilato dalla *Proposal For A Directive Of The European Parliament And Of The Council Amending Directives 2006/43/EC, 2009/65/EC, 2009/138/EU, 2011/61/EU, EU/2013/36, 2014/65/EU, (EU) 2015/2366 and EU/2016/2341– (COM/2020/596 final)* con la quale si intende modificare la vigente normativa finanziaria europea per evitare frizioni con il *Digital finance package* della Commissione<sup>111</sup>, mutando la definizione di «*strumento finanziario*» di cui alla Direttiva 2014/65/EU (MiFID II) includendovi quelli emessi tramite utilizzo della *distributed ledger technology*; ad oggi, resta che i *crypto assets* non sono «*strumenti finanziari*».

La posizione assunta dalla Corte di Cassazione nella sentenza n. 44337/2021 non appare espressiva di un'interpretazione cripto-analogica, avendo risposto alle sollecitazioni provenute dalla riflessione dottrinale dopo il primo pronunciamento<sup>112</sup>. La natura di strumenti di pagamento delle valute virtuali su base convenzionale e volontaria, infatti, non esclude l'operatività di una disciplina speciale come quella

<sup>110</sup> F. DALAITI, *op. cit.*, 67.

<sup>111</sup> In data 24.9.2020 la Commissione europea ha pubblicato un *Digital finance package* («*Regulation on Markets in Crypto-assets*», o *MiCA*), per creare una «*prima regolamentazione europea sulle cripto-attività*». La proposta MiCA si avvia verso la definizione (l'ultimo testo in fase di trilogia è del 1° aprile 2022 [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST\\_7694\\_2022\\_INIT&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST_7694_2022_INIT&from=EN)) e il perimetro delle attività in valuta virtuale andrà quindi re-indagato alla luce dei meccanismi autorizzativi che saranno applicabili per lo svolgimento delle stesse e della facoltà lasciata agli stati membri di prevedere sanzioni penali in caso di violazioni (cfr. l'art. 92 della predetta proposta MiCA in cui si legge «*Without prejudice to any criminal sanctions*» analogamente a quanto previsto da altre disposizioni europee in ambito MIFID e CRD poi recepite in Italia prevedendo fattispecie di abusivismo).

<sup>112</sup> Cfr. F. DALAITI, *op. cit.*, 37–70.



sull'intermediazione finanziaria. La Suprema Corte ha ricordato che la valuta virtuale può ritenersi un *prodotto finanziario* qualora sia acquistato con *finalità d'investimento*. In tal caso, è la *causa concreta* dell'operazione di acquisto – ovvero la *funzione di strumento d'investimento* riferita alla valuta virtuale – che ne consente la riconduzione alla categoria del *prodotto finanziario*, rendendo applicabili le norme in tema di intermediazione finanziaria (art. 94 ss. TUF), quale disciplina unitaria di diritto speciale che assicura la tutela dell'investimento.

Non si tratta di posizione originale sol che si consideri che la Cassazione da tempo<sup>113</sup> ritiene che il reato di esercizio abusivo di intermediazione finanziaria sia integrato dalla conclusione di *contratti aventi ad oggetto operazioni su strumenti finanziari per conto dei clienti sottoscrittori*, percependo le somme destinate a tali fini, dovendosi intendere per **investimento di natura finanziaria** ogni **conferimento di una somma di denaro** da parte del risparmiatore con un'**aspettativa di profitto** o remunerazione ovvero di utilità, unita ad un **rischio**, a fronte delle disponibilità impiegate in un dato intervallo temporale. Senza che rilevi, poi, l'effettivo impiego di quanto versato dal cliente nello strumento finanziario prospettato dal promotore abusivo, *post factum* estraneo alla struttura del reato in questione.

Se occorre riconoscere che le componenti di **aleatorietà** degli investimenti in valuta virtuale, di **negoziabilità** e di **convertibilità** in *monete fiat* (caratteristica sostanzialmente equivalente alla corrispondenza della valuta virtuale con sottostanti riferiti a valute, indici, merci o *commodities* di altro tipo) appaiono sottodimensionate nell'impegno argomentativo della Corte di Cassazione, ciò è avvenuto solo perché quelle ora enunciante corrispondono a caratteristiche seriamente non dubitabili di una valuta virtuale come il *bitcoin*, oggetto delle due sentenze. Parimenti è a dirsi rispetto alla **prevalenza del connotato finanziario** rispetto a quello di godere e disporre del bene acquisito con l'operazione, in ogni caso salvaguardato dal carattere dirimente riferito all'individuazione della **causa concreta** dell'operazione di acquisto.

## 5. Conclusioni

Le figure di abusivismo penale passate in rassegna presentano caratteri di specialità nella struttura del fatto tipico e non cedono il campo al nuovo illecito

---

<sup>113</sup> Cass. pen. Sez. V, n. 28157/2015, rv. 264916 – 01; cfr. Cass. civ., sez. II, n. 2736/2013, rv. 625072; Cass. pen, Sez. II, 15826/2019 Id. 24587/2018.

amministrativo delineato dall'art. 17–bis, c. 8 bis l. n. 141/2010<sup>114</sup>. Presidio insufficiente, per generale valutazione, se paragonato alle sanzioni dell'abusivismo bancario e finanziario<sup>115</sup>. Del resto l'iscrizione nell'elenco di cui alla l. n. 141 cit. non legittima la prestazione di servizi di investimento ex art. 18 TUF, per i quali è necessaria una specifica autorizzazione. Se è vero che il legislatore ha inteso sottoporre gli intermediari del mercato valutario virtuale agli obblighi della normativa antiriciclaggio per contrastare l'utilizzo delle criptovalute per fini criminosi, ciò ha fatto senza sottoporre a nessun vaglio preventivo il possesso dei requisiti indicati dal TUF. Segno chiaro, quest'ultimo, che la disciplina dei mercati finanziari si muove su piano parallelo e complementare rispetto alla normativa antiriciclaggio.

Se prima degli approdi della Cassazione era prevalente l'opinione che assumeva problematico configurare figure di abusivismo rispetto ad uno strumento di dubbio inquadramento giuridico sorto al di fuori del piano regolatorio<sup>116</sup>, la situazione sembra in via di decisivo cambiamento, anche per i successivi riconoscimenti di diritto giurisprudenziale.

La creazione di **schemi di operatività mista**, con articolate **interrelazioni** tra risorse (monetarie e finanziarie) tradizionali e valute virtuali, **custodie e gestioni fortemente accentrate**, a dispetto del mito della disintermediazione, valute virtuali a completo **flusso bidirezionale**, pienamente convertibili con le risorse monetarie classiche, tolgono ogni alibi di innocuità e di irrilevanza penale ai nuovi abusivismi: a fronte di una teorica separatezza assoluta tra ecosistemi, per contro, moderni soggetti, senza

<sup>114</sup> Tale confronto strutturale tra le fattispecie astratte configurate e la comparazione degli elementi costitutivi che concorrono a definirle si impone alla stregua del criterio di specialità ex art. 15 c.p., operante in caso di convergenza di norme ed in presenza di un rapporto di continenza tra esse (Sez. U, sentenza n. 1235 del 28/10/2010 Cc., dep. 19/01/2011, Rv. 248864).

<sup>115</sup> Svolge questa valutazione critica anche L. D'AGOSTINO, *Operazioni*, cit., p. 18.

<sup>116</sup> In senso contrario, osserva M. NADDEO, *Nuove frontiere del risparmio, bit coin exchange e rischio penale*, Dir. Pen. e Processo, 2019, 1, 99: «[...] non sembra ancora possibile stigmatizzare il *Cryptocurrency Exchange non autorizzato con l'arsenale sanzionatorio previsto per l'abusivismo bancario e finanziario*. Insomma, anche dopo l'emanazione del D.Lgs. 25 maggio 2017, n. 90 il principio di legalità in materia penale risulta ostativo all'applicazione degli artt. 130 ss. T.U.B. e dell'art. 166 T.U.F., opponendovi il corollario della tassatività (e, quindi, del divieto di analogia). A disattivare le singole fattispecie è il riferimento ad elementi costitutivi quali l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico (artt. 130 e 131 T.U.B.), l'attività di concessione di finanziamenti (art. 132 T.U.B.), le definizioni di moneta elettronica (art. 131 bis T.U.B.) e servizi di pagamento (art. 131 ter T.U.B.), che rendono incompatibili fattispecie e tipo (33). [...] L'operatività dei prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale è, dunque, fuori anche dalla portata dell'art. 166 T.U.F. e resta garantita unicamente dall'illecito amministrativo per l'esercizio abusivo dell'attività (art. 17 bis, comma 5, D.Lgs. n. 141/2010); un illecito sproporzionato rispetto al calibro delle fattispecie appena richiamate, che rischia di non essere in grado di presidiare efficacemente i fondamentali canali di entrata e di uscita nel sistema di laundering».

effettivi controlli, operano in una **realtà economica ormai pienamente integrata** intermediando la raccolta del risparmio e l'accesso agli investimenti.

Le tensioni con il principio di tassatività delle fattispecie penali di contrasto dell'abusivismo possono certo essere lenite da un intervento di miglior specificazione<sup>117</sup> ma occorre tener presente che il ricorso a formulazioni elastiche (non generiche), rispetto ad un settore in continua evoluzione tecnologica, è entro certi limiti ineliminabile e giustificato dall'importanza degli interessi in campo; gli stessi che sinora hanno sempre salvaguardato la tenuta costituzionale delle prime.

---

<sup>117</sup> L. D'AGOSTINO, *La criminalità economica, cit.*, 239, propone l'aggiunta all'elenco dell'art. 166 di una lettera c-ter) del seguente tenore: «*presta servizi o attività di investimento, ovvero offre, promuove o colloca mediante tecniche di comunicazione a distanza, cripto-attività finanziarie in violazione degli articoli [...]*». In tal modo, per l'A. il presidio penale sarebbe limitato al solo esercizio non autorizzato di determinate attività (servizi e attività di investimento, offerta al pubblico etc.) aventi ad oggetto una particolare categoria di asset virtuali – le cripto-attività finanziarie, caratterizzate dagli elementi tipici degli investimenti di natura finanziaria.