



## I finanziamenti ad alta tecnologia: una sfida concettuale

MARCO CIAN

Professore ordinario di Diritto commerciale

Università degli Studi di Padova

marco.cian@unipd.it

---

### ABSTRACT

---

Le operazioni di finanziamento alle imprese sono ormai investite dall'ondata di novità portata dalle tecnologie digitali. Non si è di fronte solo a innovazioni di processo (= nei processi di produzione della vicenda economico-giuridica), ma, più radicalmente, di contenuto, ossia alla produzione di vicende intrinsecamente originali. I piani su cui si consuma questa interazione sono molteplici: dell'oggetto del finanziamento (il tipo di risorsa trasferita), della relazione finanziaria (la natura della posizione giuridica sottoscritta), della dimensione dei soggetti e delle dinamiche del loro contatto. L'avvento degli applicativi e delle connessioni digitali, a ciascuno di questi livelli, è sfidante e la sfida non si concentra solo sulla ricostruzione della disciplina dal punto di vista tecnico, ma investe anzitutto le categorie concettuali sulle quali questa si fonda; lo scritto è dedicato alla considerazione delle implicazioni che si manifestano sotto quest'ultimo profilo.

**Parole chiave:** Nuove tecnologie – Finanziamento alle imprese – Criptovalute – *Blockchain* – *Token*



Business financing operations are now hit by the wave of innovation brought by digital technologies. We are not faced only with process innovations (= in the production processes of the economic-legal affair), but, more radically, with content, that is the production of intrinsically original events. The plans on which this interaction takes place are many: the object of the loan (the type of resource transferred), the financial relationship (the nature of the legal position signed), the size of the subjects and the dynamics of their contact. The advent of applications and digital connections, at each of these levels, is challenging and the challenge is not focused only on the reconstruction of the discipline from a technical point of view, but first of all affects the conceptual categories on which it is based; the paper is dedicated to the consideration of the implications that arise under the latter profile.

**Keywords:** New technologies – business financing – Cryptocurrencies – Blockchain – Token

---

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio anonimo*



## I finanziamenti ad alta tecnologia: una sfida concettuale

SOMMARIO: 1. Tecnologia digitale e finanziamento alle imprese: i piani di intersezione. – 2. Finanziarietà e non finanziarietà della relazione giuridica: il problema della natura giuridica dei nuovi prodotti del mercato. – 3. La sfuggente natura della criptomoneta: documento, bene, denaro? – 4. La movimentazione della finanza virtuale: verso una nuova dimensione della circolazione cartolare? – 5. Una osservazione conclusiva di metodo.

### 1. Tecnologia digitale e finanziamento alle imprese: i piani di intersezione

Anche le operazioni di finanziamento alle imprese sono ormai decisamente investite dall'ondata di novità portata dalle tecnologie digitali. Queste agiscono su più livelli del fenomeno, promuovendone e rendendone possibili nuove e del tutto inusitate forme di manifestazione. Le ragioni della forza, verrebbe talvolta da dire della virulenza di questo impatto stanno nella circostanza che le applicazioni informatiche non si limitano a mettere a disposizione strumenti alternativi per la realizzazione delle operazioni finanziarie classiche, ma permettono l'instaurazione di relazioni e l'attivazione di dinamiche essenzialmente inedite. Non si è di fronte, cioè, solo a innovazioni di processo (= nei processi di produzione della vicenda economico-giuridica), ma, più radicalmente, di contenuto, ossia alla produzione di vicende intrinsecamente originali.

I piani su cui si consuma questa interazione sono molteplici e tutti significativi: specialmente quello dell'oggetto del finanziamento (il tipo di risorsa trasferita) e quello della relazione finanziaria (la natura della posizione giuridica sottoscritta) appaiono implicati, ma anche nella dimensione dei soggetti e delle dinamiche del loro contatto gli scenari di mercato risultano sensibilmente arricchiti. L'avvento dei prodotti, degli applicativi e delle connessioni digitali, a ciascuno di questi livelli, è sfidante e la sfida non si concentra solo sulla ricostruzione (la ricalibratura, se si vuole) della disciplina dal punto di vista tecnico, ma investe anzitutto le categorie concettuali sulle quali questa si fonda. L'osservazione è lapalissiana e, in altri contesti, neppure così recente (basti pensare alla sfera contrattuale), ma è negli ultimi tempi che la prassi domestica e internazionale ha sollecitato anche nell'ambito finanziario una riflessione di vasta portata.

L'intera esperienza del c.d. *fintech*, che va continuamente evolvendosi, scoprendo nuove opportunità e generando fenomeni inesplorati, suscita interrogativi che si collocano al vertice del sistema, scardinando le consuete

logiche della territorialità, della tracciabilità e dell'imputabilità delle operazioni finanziarie. I pensieri che seguono hanno però un orizzonte assai più circoscritto: non quello del sistema finanziario nel suo complesso, cioè del reticolo dei rapporti d'affari e del tessuto connettivo delle tre popolazioni che li alimentano (nel modello descrittivo tradizionale: i portatori del bisogno finanziario, i possessori delle risorse in esubero, gli intermediari), ma quello del rapporto finanziario singolarmente considerato.

Questo è banalmente rappresentabile come relazione economica (e poi giuridica) tra soggetti che entrano in contatto diretto o mediato e che prende origine dal trasferimento dall'uno all'altro di una risorsa finanziaria, generando l'aspettativa di una remunerazione successiva. La banalizzazione serve per cogliere la molteplicità delle sfide all'equipaggiamento concettuale tradizionale, che vengono poste sui diversi piani sopramenzionati.

Il profilo dei soggetti, con la comparsa sulla scena di nuove (piatta)forme di intermediazione e soprattutto dell'intelligenza artificiale e dei processi decisionali automatizzati, è forse quello, in particolare per questo secondo aspetto, più vicino alla fantascienza per gli sviluppi cui si presta (si verrà a parlare, un giorno, di soggettività delle macchine <sup>(1)</sup>)? Un bel racconto di Ted Chiang, *The Lifecycle of Software Objects*, affronta la questione dalla prospettiva della loro possibile umanità) e nondimeno presenta un non trascurabile tasso di rilevanza già ora, per i problemi che si pongono in ordine alla identificabilità delle parti dell'operazione. Basta pensare alle esperienze del *P2P lending* e, specialmente, delle *DAO* collettrici e redistributrici di risorse e ai correlati interrogativi inerenti la ricostruzione dei rapporti giuridici così venutisi a costituire e la loro imputazione. Il primo fenomeno mette in gioco applicazioni e soggetti che agiscono come "sistema" di incontro tra domanda e offerta del finanziamento e che espletano conseguentemente una funzione intermediaria a cavallo tra quella di semplici piattaforme veicolatrici di iniziative negoziali altrui e quella di aggregatori e riallocatori in proprio del pubblico risparmio. Il secondo fenomeno ha visto scendere in campo *software* incaricati di raccogliere e gestire liquidità sul mercato degli investitori, da destinare al finanziamento (in varie forme) di iniziative economiche selezionate mediante algoritmo, dando così vita ad una sorta di fondo comune di non immediato inquadramento.

Il profilo delle forme di interazione tra i soggetti, cioè dei canali attraverso cui essi vengono in contatto, è quello oggi maggiormente indagato. La pervasività della rete ha permesso l'espansione del mercato potenziale verso nuove platee di soggetti portatori di risorse in esubero, pronti a trasformarsi in investitori, e ha amplificato, rendendola sostanzialmente illimitata, la capacità di manovra delle imprese alla ricerca di queste stesse risorse, anzitutto dal punto di vista territoriale e poi per la possibilità di raggiungere senza mediazioni i propri interlocutori. La prima reazione dell'ordinamento dei mercati finanziari (e all'avanguardia, per una volta, si è trovata l'Italia) è stata quella di attrarre sotto

---

<sup>(1)</sup> E v. la curiosa analisi di P. TULLIO, *Diritto societario degli algoritmi. E se i robot diventassero imprenditori commerciali?*, in *AGE*, 2019, 225 ss.

il suo ombrello il fenomeno del *crowdfunding* (e di re-intermediarne le dinamiche relazionali) <sup>(2)</sup>, ma i mercati sono ormai oltre il *crowdfunding*; o meglio, scavalcano – talvolta, non sempre – le forme di *crowdfunding* istituzionale per cercare di affrancarsi dalle sue regole e operare a briglia sciolta e, di nuovo, senza intermediari. Le c.d. *initial coin offerings* in particolare sono finite sotto la lente degli operatori e degli studiosi per il fatto di scardinare tutti i meccanismi su cui si basa la disciplina dell'appello al pubblico risparmio e per la loro attitudine a creare conseguentemente una sorta di mercato parallelo o di zona franca nella circolazione delle risorse finanziarie. Qui la sfida è veramente a tutto campo e investe, o forse sarebbe meglio dire travolge, soprattutto l'idea di territorialità dell'ordinamento, posto che il contatto tra le parti si dipana interamente nella dimensione virtuale e la collocazione geografica dell'attività di offerta riesce quantomeno complessa <sup>(3)</sup>.

Vi è poi, terzo, il piano dell'oggetto del finanziamento. Qui si registrano già le prime esperienze di conferimenti e finanziamenti in criptovalute. Nuove tipologie di risorse, nuovi "beni", nuovo "denaro". Il fatto che la prima, fatalmente inesperta giurisprudenza si sia attorcigliata sul problema della qualificabilità di simili conferimenti <sup>(4)</sup> e che i primi tentativi di definizione normativa appaiano piuttosto pilateschi dà la misura della complessità del loro inquadramento giuridico.

E infine il complesso piano della relazione finanziaria e della sua natura. Un aspetto riguarda il mercato primario e segnatamente le menzionate *ICO*. L'interrogativo di vertice che questo genere di operazioni pone concerne la classificabilità come prodotto finanziario della posizione giuridica di cui l'investitore diviene titolare, cioè del c.d. *token* che al medesimo viene riconosciuto come contropartita del finanziamento. Qui la tecnologia digitale c'entra per la verità poco e tutto dipende dal tipo di prestazione a cui l'impresa si impegna. Ma poi vi è il mercato secondario e il profilo della circolazione successiva delle relazioni finanziarie; vi sono i *token*, di cui spesso si prevede la negoziabilità via *blockchain*, e vi sono però anche i più comuni strumenti finanziari collocati a monte tramite i portali di *crowdfunding*, e di cui si può prevedere la trasferibilità via registri elettronici gestiti da intermediari (art. 100-ter t.u.f.). Se si configurino o meno nuovi titoli di credito, con l'applicazione della relativa disciplina, è la domanda che immediatamente si solleva.

---

<sup>(2)</sup> Rinvio, per tutti, a N. DE LUCA – S. L. FURNARI – A. GENTILE, *Equity crowdfunding*, in *Dig. Disc. priv. Sez. comm., Agg.*, Torino 2017, 159 ss.

<sup>(3)</sup> Sul tema delle *ICO* v. per tutti e per ogni altro riferimento C. SANDEI, *Initial coin offerings e offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in AA.VV., *Diritto del fintech*, a cura di M. Cian e C. Sandei, Milano 2020 (in corso di pubblicazione) e l'ampio studio monografico della stessa A., *Initial coin offerings*, in corso di pubblicazione (titolo provvisorio).

<sup>(4)</sup> *Infra*, par. 3.

## 2. Finanziarietà e non finanziarietà della relazione giuridica: il problema della natura giuridica dei nuovi prodotti del mercato

Di queste molte dimensioni, delle quali le nuove tecnologie ridefiniscono le coordinate, è sulle ultime due che si declina la relazione finanziaria nei suoi elementi costitutivi oggettivi; su di esse soltanto ci si soffermerà nelle pagine che seguono.

I temi sono numerosi e tra loro profondamente diversi. Un primo si snoda sul piano del diritto dei mercati e si porta dietro il problema dell'applicazione o meno dei vari blocchi disciplinari che compongono quest'ultimo: riguarda la riconducibilità della nuova "finanza digitale" e dei relativi prodotti entro il perimetro definitorio delle categorie tipizzate dei prodotti e degli strumenti finanziari.

Per la verità è un interrogativo che presenta sotto un certo profilo tratti di disomogeneità, dal momento che i prodotti digitali interessati sono molteplici e tra loro senz'altro irriducibili in un unico contenitore; sotto un altro profilo è questione che, come si è accennato, non è legata alla veste digitale dei prodotti stessi, bensì alla loro funzione economica, che va scandagliata alla luce del tipo di bisogno soddisfatto dalla loro creazione e dalla loro circolazione. Perciò basterà qualche rapidissimo cenno.

Ora, sotto il primo punto di vista, e senza neppure allargare eccessivamente l'orizzonte, alla "finanza digitale" si possono ricondurre: i prodotti collocati attraverso i portali telematici istituzionalizzati (*crowdfunding*); le criptovalute; i *token* collocati tramite ICO.

Alcuni di questi prodotti sono "classici": così è in particolare per le partecipazioni sociali offerte attraverso i portali, che, per l'appunto, non hanno nulla di intrinsecamente digitale se non, eventualmente, la forma documentale (qualora siano registrate nei conti degli intermediari), d'altra parte comune, *mutatis mutandis*, a quella rivestita dalle azioni e da tutti gli altri titoli dematerializzati (che pure ormai sono elettronici, senza che questo aggiunga o tolga nulla, com'è ovvio, alla loro natura di strumenti finanziari). Il che non significa che il problema della annoverabilità dei prodotti del *crowdfunding* nelle categorie contemplate dal Testo unico della finanza non si ponga in termini nuovi (il problema oggi attiene alle quote di s.r.l.), ma significa che la novità non ha a che fare con la loro (d'altra parte, per l'appunto, neppure essenziale) componente *tech*: si tratta, infatti, di una questione che deriva dalla possibile serializzazione delle quote (art. 26 d.l. 179/2012) e dal loro possibile accoglimento in una sede di negoziazione, quali sono i mercati di crescita per le PMI previsti dall'art. 69 t.u.f. <sup>(5)</sup>.

---

<sup>(5)</sup> Sulla qualificabilità delle quote di s.r.l. come strumenti finanziari v., a proposito delle imprese innovative, A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 713 ss. (anche in *Impresa e mercato, Studi dedicati a Mario Libertini*, I, Milano 2015,

Altri prodotti sono almeno all'apparenza intrinsecamente nuovi: tali si è indotti a giudicare i gettoni elettronici riconosciuti al finanziatore dal promotore di una ICO (i *token*) e le criptovalute. In realtà, nuovo è, qui, oltre all'abito (la veste documentale), il corpo, se così vuol dirsi, ma non la funzione economica, che rappresenta l'elemento su cui sono costruite le nozioni di diritto dei mercati. A questo proposito mi limito dunque a riprodurre pedissequamente quanto già, proprio in merito alla qualificazione della moneta virtuale, ho avuto modo di puntualizzare in altra occasione <sup>(6)</sup>.

“Il prodotto finanziario, quale *medium* economico che ha la funzione di produrre un rendimento, cioè un incremento del capitale erogato per il suo conseguimento, si sostanzia in una posizione giuridica la quale, per sua natura, dato un certo capitale, è destinata, salvo il rischio finanziario insito nell'operazione, a consentire l'attribuzione di un capitale maggiore al suo titolare. Ai fini del riconoscimento della finanziarietà di tale posizione, rilevano la sua natura e funzione oggettive, per meglio dire la funzione cui tipicamente essa è intesa assolvere dalla comunità dei consociati. E' questo il motivo per cui beni come gli immobili, le pietre preziose, o le opere d'arte non possono rivestire *di per sé considerati* tale carattere, giacché la loro funzione sociale tipica non è quella di realizzare un rendimento; per il che la loro offerta non costituisce una offerta al pubblico ai sensi del t.u.f. e le ragioni individuali di chi propende per l'investimento nei medesimi non possono in alcun caso conferire all'offerta (che rispetto a queste ragioni rappresenta il *prius*) un carattere finanziario. Sembra dover fare eccezione un bene come l'oro, rispetto al quale il rapporto tra funzione tipica e motivo individuale dell'acquisto pare rovesciato: pur non potendosi invero escludere un acquisto a fini di consumo del metallo (da parte del fabbricante di gioielli, ad esempio), il movente ordinariamente parrebbe speculativo e dunque finanziario. Resta comunque valida la considerazione che, se l'offerta di *commodities* si sviluppa in una operazione più ampia (venendo ad esempio *ex ante* corredata, ove siano offerti beni di futura produzione, dalla creazione di un mercato secondario della pretesa nei confronti del produttore), l'offerta si tramuta in una avente ad oggetto prodotti finanziari, in quanto l'operazione assume un carattere speculativo socialmente tipico (l'investimento giocato sull'andamento del mercato della pretesa), rispetto al quale l'eventuale, diversa motivazione individuale dell'acquisto (l'interesse al conseguimento futuro e al consumo del bene) rimane assorbita.

Lo stesso vale per il denaro. Esso, come tale, è solo un mezzo intermediario negli scambi e non consente il maturare di un rendimento; la sua offerta non è dunque mai offerta di un prodotto finanziario; se in concreto

---

245 ss.); P. BENAZZO, *Start-up e PMI Innovative*, in *Dig. Disc. priv. Sez. comm.*, Agg.\*\*\*\*\*, Torino 2017, 486; sia consentito anche il rinvio al mio *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in corso di pubblicazione in *Studium iuris*, 2019 (fasc. 12).

<sup>(6)</sup> M. CIAN, *La criptovaluta – Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 328, nt. 36.

L'acquisto è finalizzato a conseguire un incremento del capitale impiegato, ciò accade solo nella prospettiva da cui si pone il compratore e dal fatto che egli cede capitale espresso nella "propria" moneta legale (cioè nella moneta che egli impiega come ordinario strumento di scambio), giocando sull'oscillazione dei corsi e mirando quindi a riconvertire la valuta non propria, con la successiva vendita, in un capitale nuovamente espresso nella propria moneta legale e maggiorato rispetto a quello originario; l'acquisto di denaro può assolvere dunque ad una funzione finanziaria solo soggettivamente, mai in sé. E' in quest'ottica che pare prender corpo la ragione dell'esclusione, dal novero dei prodotti finanziari, dei depositi bancari e postali. Essi, pur integrando la pretesa alla restituzione di un capitale, hanno fundamentalmente funzione monetaria: costituiscono essi stessi – in senso per l'appunto economico-funzionale – moneta, sia pure in veste diversa dal denaro contante, e il versamento in conto, pur potendo comportare il riconoscimento di un interesse a favore del titolare, assolve prevalentemente alla funzione di creare una disponibilità monetaria. Fa eccezione all'eccezione l'ipotesi in cui il deposito sia rappresentato da strumenti finanziari; in tal caso la funzione di investimento finanziario torna oggettivamente a prevalere su quella monetaria grazie all'incorporazione della pretesa restitutoria in uno strumento negoziabile, per mezzo della cui circolazione – la quale assume rilievo centrale nella struttura complessiva dell'operazione – l'investitore si attende, almeno potenzialmente, un incremento di valore del capitale investito."

La criptomoneta, conseguentemente, in quanto assolve ad una funzione di intermediazione negli scambi, è strumento di pagamento e non strumento finanziario. Nuovamente, la circostanza che, in alcuni casi per quanto emblematici, l'acquisto della medesima possa avvenire per fini di speculazione e che talvolta i risultati, in termini di incremento di valore e comunque di rischio dell'operazione, siano considerevolissimi, non fa di questo prodotto digitale un prodotto finanziario, per le stesse ragioni per cui non lo è neppure la moneta legale il cui corso sia soggetto alle oscillazioni più marcate.

Secondo questi stessi parametri deve essere apprezzata la natura giuridica dei *token*: tenendo conto sia del contenuto della prestazione attesa dal sottoscrittore, sia dell'eventuale creazione di un mercato secondario per la circolazione dei "gettoni", il quale può attribuire valenza finanziaria all'operazione, nei termini sopradescritti, anche là dove tale valenza difetti sul piano del contenuto della prestazione medesima. Quest'ultimo, in particolare, può essere il più vario: il riconoscimento di una somma di denaro o di criptodenaro, il conseguimento di beni o servizi, una volta che saranno prodotti dall'impresa finanziata, o altro ancora. Solo dove si dia remunerazione si può discorrere di prodotto finanziario; altrimenti no, a meno che l'aspettativa di redditività dell'investimento non sia recuperata sul piano della negoziabilità della pretesa verso l'impresa finanziata. Ma poiché appunto il fenomeno in questione è estremamente variegato, e ha poco a che vedere con la dimensione tecnologica, questi sommari, e per la verità tutt'altro che conclusivi cenni possono bastare.

### 3. La sfuggente natura della criptomoneta: documento, bene, denaro?

Un secondo tema si sviluppa sul piano della natura del finanziamento, inteso come risorsa destinata all'impresa. E' di nuovo la criptomoneta a risvegliare l'Amleto che è in noi. Che cos'è, questo impulso digitale che esiste solo come dato documentale, per di più esclusivamente virtuale, al quale si ascrive peraltro un valore, talvolta ingente, sotto il profilo economico? E' un bene immateriale, è *pecunia*, è una pretesa, è mera scrittura?

Può essere utile, per evitare di ripercorrere in termini astratti un dibattito già assai intenso e dagli esiti tutt'altro che univoci, muovere dal dilemma che alla prima giurisprudenza domestica si è posto (7). Si trattava di un'operazione di conferimento in una società a responsabilità limitata, avente ad oggetto, fra l'altro, proprio una criptovaluta, non particolarmente diffusa. L'operazione era in sé finanziariamente piuttosto originale, posto che si aumentava il capitale da diecimila a quasi un milione e mezzo di euro, mediante conferimento di varie opere d'arte (dipinti di autori la cui identità i provvedimenti non rivelano; probabilmente non figuravano né Leonardo, né Caravaggio, ma questa è solo una ingenerosa supposizione; comunque esisteva una perizia di stima) e, per l'appunto, di una apparentemente semiconosciuta criptovaluta non negoziata su alcuna piattaforma di *exchange*. Al di là dell'aneddotica, il tema, sotto il profilo tecnico, concerneva la riconducibilità di quest'ultimo segmento dell'operazione tra i conferimenti in denaro o tra quelli in natura; e cioè della qualificabilità giuridica della valuta virtuale come denaro, o come bene diverso dal denaro.

Il concetto di moneta rappresenta di per sé uno degli enigmi più insidiosi del pensiero economico e del pensiero giuridico. Si può immaginare dunque quanto scosceso risulti il percorso di inquadramento di questa nuova forma di mezzo di scambio in categorie normative di per sé non agevolmente ricostruibili. Alcune coordinate possono tuttavia essere definite (8).

La nozione giuridica di denaro non è una nozione unitaria. Non esiste, cioè, la "moneta" *tout court*, nell'ordinamento; esistono invece nozioni diverse, nei diversi contesti normativi in cui il fenomeno è trattato. Nella materia dei conferimenti la nozione è la più circoscritta possibile: denaro è solo la moneta legale avente corso in Italia, cioè l'euro (9); anche il dollaro, o il renminbi, sono beni in natura, ai sensi degli artt. 2343 e 2365, e il loro conferimento richiede dunque la perizia (salva l'applicazione dell'art. 2343-ter) e la liberazione integrale

---

(7) App. Brescia 24 ottobre 2018 e Trib. Brescia 18 luglio 2018, entrambe in *Società*, 2019, 26 ss., e altresì in corso di pubblicazione in *Giur. comm.* In rete si trova anche notizia della costituzione di una s.r.l. mediante conferimento di bitcoin: <https://www.coinlex.it/2015/03/30/prima-srl-con-conferimento-in-bitcoin> (accesso: 17 ottobre 2019).

(8) Rinvio, per tutto quanto segue, alle riflessioni che ho sviluppato, in modo più approfondito, nel mio scritto da ultimo citato.

(9) M. S. SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 1\*\*, Torino, 2004, 252 ss.; G. FERRI jr, *Investimento e conferimento*, Milano 2001, 370 ss., 376 nt. 64.

immediata. La ragione sta nella funzione propria del capitale e del principio di effettività dello stesso, su cui è fondata la diversità del trattamento giuridico riservato alle due tipologie di conferimento. Poiché il capitale è espresso in euro e poiché va garantita la corrispondenza (nei termini previsti dal codice) tra il valore delle risorse conferite e l'entità della posta contabile "capitale", solo il conferimento di questa moneta legale è, sotto il profilo valoriale, certo *ex ante* e non soggetto ad oscillazioni, per effetto del principio nominalistico. Ogni altra moneta, ancorché avente corso legale altrove, va parametrata all'unità di misura in cui il capitale è espresso e perciò va stimata, e presenta un, più o meno ampio, tasso di volatilità (= di oscillazione rispetto a tale unità di misura) e perciò va versata per intero al momento della sottoscrizione.

Le corti bresciane avrebbero dovuto (e potuto) limitarsi a questo argomento. La valuta virtuale, a prescindere da cosa essa sia in altri contesti normativi, non è moneta legale domestica e non è dunque denaro, quando si tratta di farne l'oggetto di un conferimento. In prime cure per la verità la premessa sembra essere stata proprio questa e si è poi concluso che la specifica criptovaluta indagata non era neppure suscettibile di una valutazione economica attendibile, in quanto priva di qualsiasi parametro oggettivo di scambio con la moneta legale, e difettava così del requisito per la conferibilità in società, prescritto dall'art. 2464 c.c. La Corte d'appello pare essersi viceversa avvitata in una riflessione dalla quale si palesa la difficoltà di mettere a confronto i fenomeni digitali con le categorie tradizionali; e che si è tradotta nel negare che la criptovaluta possa essere qualificata come bene in natura, perché è un mezzo di scambio e non un bene esso stesso, e nell'assumere che non sarebbe tuttavia neppure classificabile come denaro, o meglio che, come denaro, in quanto diverso dall'unità di misura del capitale, abbisognerebbe comunque di parametri attendibili idonei a rapportarne il valore a quest'ultima (che in concreto mancavano).

Il rischio della sfida portata dalla digitalizzazione è proprio questo: che conduca a soluzioni qualificatorie incapaci di mettere adeguatamente a fuoco le dimensioni su cui si declina la novità dei fenomeni digitali e che allora finiscono per forzare piuttosto, ma senza costrutto, le categorie di riferimento. All'esito della vicenda bresciana è uscito tra le pieghe del codice civile un *tertium genus* di conferimento, di nuovo conio, accanto a quello di denaro e a quello di beni diversi dal denaro (il conferimento di denaro diverso dall'euro), per il quale è stata costruita *ad hoc* una disciplina di cui, in verità, non c'è proprio traccia.

In realtà, è solo il condizionamento indotto da una visione (puramente) economica della criptomoneta che inibisce la sua considerazione come bene diverso dal denaro. Viceversa, portando l'analisi tutta sul piano giuridico, sul quale si colloca, va da sé, la nozione giuridica di denaro con la quale l'entità digitale deve essere raffrontata, e constatato che la prima, nella materia dei conferimenti, è circoscritta alla valuta legale domestica, l'inibizione viene a cadere.

Il che non esclude che la criptomoneta possa risultare invece qualificabile come denaro in altri contesti normativi, alla luce della cennata molteplicità delle

accezioni giuridiche di denaro. Non è dunque sulla scorta di un suo inquadramento economico, bensì in base al (più ampio, rispetto alla materia dei conferimenti in società) concetto di “strumenti di pagamento”, fatto proprio dall’art. 1, co. 2, t.u.f., che la valuta virtuale va ricompresa tra di essi e non annoverata invece tra gli strumenti o i prodotti finanziari <sup>(10)</sup>.

Rimarrebbe poi il problema della sua classificazione come oggetto di prestazione, ossia della qualificabilità o meno del relativo debito come obbligazione pecuniaria, ai fini dell’applicazione degli artt. 1277 ss. c.c. Ma questo è un tema di tale complessità, che il suo esame ci porterebbe troppo lontano. Resta opportuno solo ribadire che la risposta va cercata non già nella funzione sociale della nuova entità digitale – giacché non è con una nozione pregiuridica di denaro che va condotto il confronto –, ma sempre nel concetto di denaro accolto dall’ordinamento, in questa specifica area; la complessità dell’argomento è dovuta principalmente al fatto che esso tocca i profili legati alla sovranità monetaria dello Stato, ai suoi limiti e al trattamento delle c.d. monete complementari in genere, il che rende non agevole tracciare il perimetro della nozione di denaro, assunta a referente oggettivo della disciplina in questione. D’altra parte, è verosimile assumere che la stessa visione legislativa del fenomeno monetario sia in evoluzione, spinta verso un ripensamento della tradizionale concezione sovrana del medesimo, proprio e in particolare per effetto della comparsa e della diffusione delle valute virtuali: i primi interventi normativi al riguardo (mi riferisco alla novella della disciplina antiriciclaggio <sup>(11)</sup>) appaiono a onor del vero piuttosto pilateschi, ma il tempo è ormai maturo per una presa di posizione più scoperta, o, se si vuole, per una presa d’atto, nella direzione dell’equipollenza, almeno sotto certi profili, tra le monete private e quelle aventi corso legale.

#### **4. La movimentazione della finanza virtuale: verso una nuova dimensione della circolazione cartolare?**

Il terzo tema attiene alla relazione finanziaria come oggetto di circolazione. Le modalità documentali attraverso cui quest’ultima avviene pongono di fronte ad un interrogativo di facile intuizione: si tratta di una nuova era del fenomeno cartolare?

Sul piano documentale sembra possibile distinguere due diverse forme di “archiviazione” della posizione giuridica finanziaria e di movimentazione della medesima. Il primo è intermediato e riguarda fundamentalmente gli strumenti finanziari generati attraverso il *crowdfunding*, e segnatamente le quote di s.r.l., le quali, come si sa e si è già ricordato, possono venire registrate nei conti tenuti dagli intermediari e trasferite mediante annotazioni negli stessi (art. 100-ter t.u.f.). Il secondo è disintermediato e può riguardare (oltre alle criptovalute) i *token*, che

---

<sup>(10)</sup> *Supra*, par. 2.

<sup>(11)</sup> Com’è noto, l’art. 1 d. lgs. 231/2007 è stato novellato dal d. lgs. 90/2017; sulla novella cfr., per tutti, M. PASSARETTA, *Il primo intervento del legislatore italiano in materia di “valute virtuali”*, in *Nuove leggi civ.*, 2018, 1171 ss.

spesso vengono memorizzati negli *e-wallets* dei sottoscrittori e resi movimentabili via *blockchain*.

L'uno e l'altro modello documentale presentano evidenti caratteri di affinità, vuoi con i tradizionali, vuoi con i più moderni moduli cartolari: cioè, rispettivamente, con l'incorporazione nei titoli cartacei (il secondo) e con la registrazione nella rete contabile facente capo al depositario centrale, in regime di dematerializzazione (il primo).

E' appena il caso di ricordare che questi moduli si fondano sull'idoneità dello specifico sistema di documentazione e di movimentazione a garantire: dall'un lato la leggibilità del contenuto della posizione giuridica e l'attendibilità del relativo testo, che consegue alla sua fissazione su un supporto unico e accettato come tale dalle parti della relazione; dall'altro lato l'esclusività della situazione di disponibilità materiale del documento, consistente nella relazione possessoria o, per i titoli contabilizzati nel sistema di gestione accentrata, di titolarità del conto, relazione che permette di realizzare una forma di consegna (fisica o scritturale) del documento medesimo, e così idealmente della posizione giuridica documentata, e ne assicura l'irripetibilità fra parti diverse.

L'operatività dei principi della disciplina cartolare, tanto sotto il profilo della tutela obbligatoria, quanto sotto quello della tutela reale, è resa in effetti possibile dall'adozione di una tecnica di annotazione e quindi di materializzazione di entità giuridiche di per sé viceversa prive di materialità. Lo stesso ingresso del regime di dematerializzazione, accanto alla disciplina codicistica, segna l'avvento, o per essere più precisi è stato reso possibile dall'implementazione, di una tecnica di documentazione e movimentazione documentale alternativa, ma equipollente a quella dell'incorporazione nella *chartula*: alla garanzia, nei termini testé precisati, offerta dalla fisicità e dall'unicità di quest'ultima si sostituisce la garanzia di affidabilità e regolarità di funzionamento di una rete di annotazioni gestita da intermediari professionali.

L'interrogativo oggi ulteriormente posto dalla finanza digitale poggia dunque sul riscontro dell'*equipollenza tecnica funzionale* delle forme di documentazione cui essa è soggetta, rispetto ai modelli cartolari. Da un lato, l'annotazione e circolazione delle quote di s.r.l. collocate tramite portali riflette con tutta evidenza gli schemi su cui sono costruiti i sistemi di gestione accentrata (con la sola, peraltro non decisiva differenza che qui la gestione contabile non è in linea di principio accentrata, bensì diffusa), con meccanismi di scrittura in addebito e in accredito (o di cancellazione e riscrittura) su registri o conti tenuti da terzi intermediari. Dall'altro lato, la memorizzazione e trasmissione in *blockchain* riproduce virtualmente le caratteristiche di unicità del documento e di esclusività della relazione di disponibilità materiale del medesimo ("possesso"), che nell'ambiente fisico sono determinate dalla reificazione del rapporto giuridico nel titolo cartaceo.

Va a onor del vero sottolineato che non entrambe le forme documentali sono intrinsecamente legate alla digitalizzazione del dato finanziario. Mentre il fenomeno circolatorio che si svolge per mezzo della *blockchain* è, sì, un fenomeno per definizione digitale, la movimentazione intermediata delle quote di s.r.l. può

non avere nulla a che vedere con le nuove tecnologie, potendo al limite consumarsi anche mediante l'uso di penna e calamaio. Se ha attinenza con la dimensione virtuale è solo perché riguarda esclusivamente partecipazioni che vengono collocate *online*: la disciplina contenuta nell'art. 100-ter t.u.f., invero, abbina il sistema a valle di gestione contabile all'offerta a monte tramite portali, e non si tratta di un abbinamento necessario dal punto di vista tecnico, bensì di una, per la verità più che comprensibile, scelta di politica legislativa, di favorire, sotto il profilo dei costi prima ancora che sotto quello degli oneri formali, la circolazione delle tendenzialmente piccole partecipazioni sottoscritte sul mercato dei capitali, così da rimuovere (agevolando il disinvestimento successivo) una altrimenti consistente remora all'investimento iniziale <sup>(12)</sup>. Perciò il collegamento tra questo modello circolatorio e la finanza tecnologica è accidente e non sostanza, ma è quanto basta per non uscir fuori di tema se se ne tratta in questa occasione.

Ora, la questione della qualificabilità di tutte le posizioni finanziarie qui considerate come titoli di credito, e della conseguente, relativa assoggettabilità del loro trasferimento ai principi cartolari di tutela degli acquisti non può reputarsi risolta, e risolta positivamente, sulla sola base del riconoscimento dell'equipollenza funzionale tra la forma documentale che esse rivestono e quelle dei titoli di credito, cartacei o scritturali.

Vi sono infatti disposizioni che sanciscono l'impossibilità giuridica della scrittura di determinate posizioni giuridiche allo scopo di assoggettarle alla disciplina cartolare. Tale portata aveva ad esempio il divieto, contenuto nella legge che istituì in Italia il regime di dematerializzazione obbligatoria, di rappresentare in "titoli" (= cartacei) gli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati (art. 28 d. lgs. 213/1998, poi rifluito nell'attuale art. 83-bis t.u.f., con una significativa variazione nella formulazione, ma con identico significato), il cui obiettivo però non era quello di sottrarre detti strumenti ai vantaggi della circolazione in regime di protezione degli acquisti, bensì quello di imporne la veste scritturale, la quale pure era destinata ad assicurare i medesimi vantaggi.

Al di là di tale disposizione (che qui non rileva), v'è invece da tenere presente, rispetto alle quote di società a responsabilità limitata, il perdurante divieto della loro rappresentazione in azioni (art. 2468 c.c.). Si tratta di un vincolo all'autonomia negoziale per la verità di non immediata decifrazione, ma che pare senz'altro implicare almeno e proprio l'impossibilità giuridica dell'incorporazione in titoli e dunque della circolazione delle partecipazioni sociali in regime cartolare. Il precetto è uscito inalterato dall'alluvione di novità introdotte tra il 2012 e il 2017, prima per le sole *startup* innovative e poi per tutte le PMI, e continua a connotare il modello tipologico delle s.r.l. e a contribuire non poco, specie venute meno una serie di altre, originarie caratteristiche differenziali, al perdurare della sua identità rispetto alla società per azioni.

---

<sup>(12)</sup> Cfr. P. BENAZZO, *Start-up*, cit., 484; N. DE LUCA – S. L. FURNARI – A. GENTILE, *Equity crowdfunding*, cit., 168; S. GUIZZARDI, *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 579.

Pertanto, il sistema di circolazione intermediata di queste quote non è in condizione di richiamare l'applicazione dei principi di tutela degli acquisti<sup>(13)</sup> e le quote medesime non sono configurabili come titoli scritturali a questi fini<sup>(14)</sup>.

La conclusione così raggiunta appare significativa, in quanto giova ad evidenziare come anche a proposito di questo tema, come già a riguardo della qualificazione delle criptovalute, la dimensione economica e la dimensione tecnica del fenomeno oggetto d'esame possano sì fornire elementi utili al suo inquadramento giuridico (perché le nozioni normative implicate non possono prescindere dal soddisfacimento di dati requisiti tecnici e dall'assolvimento di date funzioni economiche), ma non siano sufficienti a determinare di per se stesse tale inquadramento, giacché l'ordinamento può selezionare, tra i fenomeni economici e tecnici idonei, quelli giuridicamente integranti la fattispecie rilevante sul piano normativo.

Da questo medesimo angolo visuale, conseguentemente, deve essere riguardata l'esperienza della circolazione via *blockchain* e deve essere affrontata la questione della qualificabilità o meno delle posizioni finanziarie così movimentate alla stregua di titoli di credito.

Non c'è dubbio che, tecnicamente, i sistemi di annotazione nei blocchi garantiscano una sicurezza di grado forse persino superiore a quella dell'incorporazione nei classici titoli cartacei. Si tratta di una sicurezza offerta non già dall'intervento di intermediari professionalmente qualificati, bensì dalla inattaccabilità del sistema di dati (o almeno: dal fatto che la sua aggredibilità costituisce un'ipotesi assai remota!); è una sicurezza informatica, cioè, non istituzionale, la quale assicura comunque l'immodificabilità dei dati e la loro movimentabilità tramite operazioni fra *e-wallets* che rappresentano una forma di consegna digitale.

Non c'è dubbio neppure che molte delle entità finanziarie create e immesse in questi sistemi vengano emesse e apprezzate nella comunità dei consociati come essenzialmente destinate alla circolazione (l'elemento di carattere "sociale" che è necessario affinché un documento possa qualificarsi come titolo di credito).

In tale scenario, e al ricorrere in concreto di quest'ultimo presupposto, la natura cartolare della posizione giuridica documentata appare indiscutibile, a meno, però, che all'"incorporazione", agli effetti dell'assoggettamento alla disciplina circolatoria dei titoli di credito, non osti, in ragione dello specifico contenuto della posizione medesima, una norma come l'art. 2468 c.c. In effetti

---

<sup>(13)</sup> Sia consentito il rinvio a M. CIAN, *L'instestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civ.*, 2018, 1275 ss.; e v. pure N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote "dematerializzate" di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ.*, 2016, 8 s.

<sup>(14)</sup> Ciò al netto di altre considerazioni, che pur potrebbero farsi, in ordine all'effettività dell'equipollenza funzionale tra questo sistema e quello di gestione accentrata, i quali divergono invero profondamente sul piano dei presidi normativi e regolamentari introdotti al fine di assicurare la piena regolarità e integrità dei conti e delle operazioni di movimentazione contabile.

nulla esclude che si adotti una *blockchain* per trasferire quote di società a responsabilità limitata, cioè che le quote di s.r.l. vengano, se così vuol dirsi, "tokenizzate"; un *software* che utilizzi la *DLT* potrebbe venire implementato sia tra gli intermediari di cui all'art. 100-ter t.u.f., per la gestione delle annotazioni in conto dallo stesso previste, sia, forse (si profilerebbe il problema di verificarne la compatibilità con gli inderogabili meccanismi pubblicitari legali), dalla società emittente, a valle, a monte o *a latere* della procedura di iscrizione nel registro delle imprese. Nessuna di queste opzioni potrebbe in ogni caso far assumere alle partecipazioni la natura di titoli di credito, alla stregua di titoli azionari.

## 5. Una osservazione conclusiva di metodo

La sfida lanciata dalla digitalizzazione è, alla resa dei conti, decisamente impegnativa. E richiede coscienza della corretta prospettiva metodologica da adottare. I fenomeni digitali appaiono nuovi e sotto molti aspetti lo sono. Ma, se si manifestano in un'altra dimensione rispetto a quella della realtà materiale, non appartengono ad un universo parallelo e alieno. La loro classificazione in rapporto alle categorie giuridiche su cui si è formato l'ordinamento dei mercati (in senso ampio: l'ordinamento societario, dei mercati finanziari e della circolazione della ricchezza mobiliare) deve procedere dunque muovendo da queste (= dalle categorie giuridiche). E' possibile, *va da sé*, che queste stesse richiedano un adattamento, al mutare delle condizioni materiali di riferimento (come il concetto di titolo di credito ha dovuto adattarsi alle tecniche documentali equipollenti alla reificazione), o è possibile che i principi normativi su cui esse sono costruite vengano rimodulati dall'evoluzione delle dinamiche economiche (come probabilmente sarà, se già non è, per la correlazione tra la nozione di denaro e il principio della sovranità monetaria). Tuttavia, va evitato il rischio di sostituire per così dire *a priori* le categorie di riferimento con altre, e specie di muovere da una visione puramente economica dei fenomeni, obliterando il dato normativo, inibiti di fronte all'idea che la realtà digitale possa trovare un proprio, sicuro (o comunque non forzato) accomodamento nel quadro concettuale e disciplinare preesistente.

## Bibliografia

BENAZZO P., *Start-up e PMI Innovative*, in *Dig. Disc. priv. Sez. comm.*, Agg.\*\*\*\*\*, Torino 2017, 467 ss.

CIAN M., *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in corso di pubblicazione in *Studium iuris*, 2019 (fasc. 12)

CIAN M., *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civ.*, 2018, 1275 ss.

CIAN M., *La criptovaluta – Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I

DE LUCA N., *Crowdfunding e quote "dematerializzate" di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ.*, 2016, 8 s.

DE LUCA N. – FURNARI S. L. – GENTILE A., *Equity crowdfunding*, in *Dig. Disc. priv. Sez. comm.*, Agg.\*\*\*\*\*, Torino 2017, 159 ss.

FERRI jr G., *Investimento e conferimento*, Milano 2001

GUACCERO A., *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 713 ss. (anche in *Impresa e mercato, Studi dedicati a Mario Libertini*, I, Milano 2015, 245 ss.)

GUIZZARDI S., *L'impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 579

PASSARETTA M., *Il primo intervento del legislatore italiano in materia di "valute virtuali"*, in *Nuove leggi civ.*, 2018, 1171 ss.

SANDEI C., *Initial coin offerings e offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in AA.VV., *Diritto del fintech*, a cura di M. Cian e C. Sandei, Milano 2020 (in corso di pubblicazione)

SPOLIDORO M. S., *I conferimenti in denaro*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 1\*\*, Torino, 2004, 252 ss.

TULLIO P., *Diritto societario degli algoritmi. E se i robot diventassero imprenditori commerciali?*, in *AGE*, 2019, 225 ss.