ISSN 1825-9871

InnovazioneDiritto

Quarterly Review of Tax and Economic Law

Pubblicazione

2 • 2025

Università degli studi di Napoli Federico II

Innovazione e Diritto – Rivista trimestrale on line fondata nel 2005 dal prof. Raffaele Perrone Capano, autore e responsabile scientifico del Progetto di informatizzazione diffusa della Facoltà di Giurisprudenza, e di catalogazione in formato digitale della Biblioteca storica, a supporto della ricerca e della didattica.

Il Progetto, approvato dal MIUR nel 2004, per un importo complessivo di 1.350.00 €, era stato finanziato per il 70% dall'UE, per il 26% dalla Facoltà, attraverso il riconoscimento delle spese effettuate nel settore informatico nel biennio precedente, e per il restante 4% dal MIUR.

Innovazione e Diritto è stata, fin dalla nascita, una rivista ad accesso libero, a supporto delle attività dei dottorati di ricerca e dei giovani studiosi della Facoltà. L'adesione di numerosi colleghi, professori e ricercatori di altre Università italiane, ne ha consolidato in breve tempo la dimensione nazionale.

Dal 2012, in seguito alla trasformazione delle Facoltà in Dipartimenti, la Rivista ha proseguito l'attività, per l'impegno di un gruppo di professori e ricercatori di numerose Università italiane che hanno assicurato il regolare flusso di contributi scientifici di elevata qualità. Il nuovo assetto editoriale ha favorito l'estensione degli interessi scientifici della Rivista ai settori più direttamente investiti dalla crisi finanziaria del 2008, la più grave dal dopoguerra. L'orizzonte più ampio ha comportato una parallela specializzazione della produzione scientifica, e ne ha amplificato la diffusione e l'impatto.

Un primo punto di svolta ha preso avvio all'inizio del 2018, con la scelta della cadenza trimestrale, per lasciare spazio alla pubblicazione di numeri speciali, di Atti di convegno e di altre iniziative promosse dalla Rivista, affiancata dall'indicazione nel sottotitolo di: "Rivista di Diritto tributario e dell'Economia". Un secondo punto si è concretizzato in una nuova partenza, basata su una piattaforma digitale avanzata, coerente con le indicazioni dell'ANVUR per le riviste di classe A e con gli standard definiti da Google per la massima diffusione internazionale dei contenuti.

DIRETTORE RESPONSABILE

Prof.ssa Clelia Buccico *(Professore ordinario di Diritto tributario - Dipartimento di Economia dell'Università della Campania "Luigi Vanvitelli")*

Innovazione e Diritto è stata diretta fino al 2020 dal Fondatore, prof. Raffaele Perrone Capano, già ordinario di Diritto finanziario e tributario nell'Università di Napoli Federico II. In funzione del maggiore impegno che comporta la gestione della nuova piattaforma digitale, la rivista è attualmente retta da una Direzione collegiale, i cui componenti sono i professori:

COMITATO DI DIREZIONE

Prof.ssa Clelia Buccico

- Professore ordinario di Diritto tributario - Dipartimento di Economia dell'Università della Campania "Luigi Vanvitelli"

Prof. Raffaele Perrone Capano

- Fondatore della rivista, già Professore ordinario di Diritto finanziario e tributario presso l'Università degli Studi di Napoli "Federico II"

Prof.ssa Marilena Rispoli Farina

- Già Professore ordinario di Diritto commerciale e bancario presso l'Università degli Studi di Napoli "Federico II"

Prof.ssa Beatrice Bertarini

- Professore ordinario di Diritto dell'economia - Dipartimento di Sociologia e Diritto dell'economia dell'Università di Bologna

Prof. Gianluigi Bizioli

- Professore ordinario di Diritto tributario - Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Bergamo

Prof. Paolo Borghi

- Professore ordinario di Diritto alimentare e Diritto agrario dell'Unione europea - Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Ferrara

Prof.ssa Loredana Carpentieri

- Professore ordinario di Diritto tributario - Dipartimento di Studi economici e giuridici dell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"

Prof. Alessandro Giovannini

- Professore ordinario di Diritto tributario - Dipartimento Studi aziendali e giuridici dell'Università degli Studi di Siena

Prof. Giuseppe Melis

- Professore ordinario di Diritto tributario - Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Roma "LUISS Guido Carli"

Prof. Sebastiano Maurizio Messina

- Professore ordinario di Diritto tributario - Dipartimento di Scienze Giuridiche dell'Università di Verona

Prof. Salvatore Muleo

- Professore ordinario di Diritto tributario - Dipartimento di Scienze Aziendali e Giuridiche dell'Università della Calabria

Prof. Gaetano Ragucci

- Professore ordinario di Diritto tributario - Dipartimento di Scienze Giuridiche dell'Università degli Studi di Milano Statale

Prof. Gennaro Rotondo

- Professore ordinario di Diritto dell'economia - Dipartimento di Scienze Politiche dell'Università della Campania "Luigi Vanvitelli"

Prof.ssa Maria Alessandra Stefanelli

- Professore ordinario di Diritto dell'economia - Dipartimento di Sociologia e Diritto dell'Economia dell'Università di Bologna "Alma Mater Studiorum"

Prof. Stefano Zunarelli

- Professore ordinario di Diritto dei trasporti e Legislazione del turismo - Dipartimento di Scienze Giuridiche dell'Università di Bologna "Alma Mater Studiorum"

I lavori scientifici pubblicati nelle parti prima e seconda di ciascun numero della rivista, sono sottoposti a referaggio. Gli altri contributi d'interesse per l'attualità e il carattere divulgativo degli argomenti trattati, ovvero per il rilievo politico degli stessi, sono pubblicati in parte terza.
Tutti i lavori sono sottoposti alla valutazione di un componente della Direzione.
Innovazione e Diritto, rivista open access, non risponde degli articoli pubblicati, i cui autori abbiano utilizzato lavori altrui di cui non sia stata citata esplicitamente la fonte.

COMITATO SCIENTIFICO

Prof.ssa Antonella Brozzetti
- Professore ordinario di Diritto dell'economia - Dipartimento di Studi Aziendali e Giuridici dell'Università degli Studi di Siena

Prof. Giuseppe Corasaniti
- Professore ordinario di Diritto tributario - Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Brescia

Prof. Avv. Francesco Eriberto D'Ippolito
- Professore ordinario di Storia della giustizia e delle Istituzioni politiche - Università degli Studi della Campania Luigi Vanvitelli

Prof. Avv. Maurizio Logozzo
- Professore ordinario di Diritto tributario - Facoltà di Economia dell'Università di Milano Cattolica del Sacro Cuore

Prof.ssa Carla Masi
- Professore ordinario di Diritto romano e Diritti dell'antichità - Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Napoli "Federico II"

Prof.ssa Maria Pierro
- Professore ordinario di Diritto tributario - Dipartimento di Economia dell'Università degli Studi dell'Insubria

Prof. Salvatore Sammartino
- Professore di Diritto finanziario e tributario - Dipartimento di Giurisprudenza a Palermo dell'Università LUMSA

Prof. Antonio Felice Uricchio
- Professore ordinario di Diritto tributario - Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Bari "Aldo Moro"

COMITATO EDITORIALE

Prof. Francesco Vincenzo Albertini
- Professore associato di Diritto tributario - Dipartimento di Scienze Giuridiche dell'Università degli Studi di Milano "La Statale"

Prof. Olivier Karl Emmanuel Butzbach
- Professore associato di Economia politica - Dipartimento di Scienze Politiche dell'Università degli Studi della Campania "Luigi Vanvitelli"

Prof. Marco Cedro
- Professore associato di Diritto tributario - Università di Palermo LUMSA

Prof. Filippo Cicognani
- Professore associato di Diritto tributario - Università di Bologna "Alma Mater Studiorum"

Prof. Filippo Alessandro Cimino
- Professore associato di Diritto tributario - Università degli Studi di Enna

Prof.ssa Daniela Conte
- Professore associato di Diritto tributario - Università degli Studi di Napoli

Prof. Samuele Donatelli
- Professore associato di Diritto tributario, Università degli Studi di Roma

Prof. Nicola Fortunato

- Professore ordinario di Diritto tributario - Università degli Studi di Bari

Angelo Francini

- Dottore di ricerca, Università degli Studi Bologna "Alma Mater Studiorum"

Prof.ssa Laura Letizia

- Professore associato di Diritto tributario - Università degli Studi della Campania "Luigi Vanvitelli"

Prof.ssa Daniela Mazzagreco

- Professore associato di Diritto tributario - Università degli Studi di Palermo

Prof. Ottavio Nocerino

- Professore ordinario Dipartimento di Economia - Università degli studi della Campania "Luigi Vanvitelli"

Prof. Andrea Quattrocchi

- Ricercatore di Diritto tributario con abilitazione ad associato - Università di Milano Cattolica del Sacro Cuore

Prof. Federico Rasi

- Professore associato di Diritto tributario - Università del Molise, Campobasso

Prof. Luca Sabbi

- Ricercatore di Diritto tributario con abilitazione ad associato - Università degli Studi di Bergamo

Prof.ssa Adriana Salvati

- Ricercatore di Diritto tributario con abilitazione ad associato - Università degli Studi della Campania

Prof. Gianluca Selicato

- Professore associato di Diritto tributario - Università degli Studi di Bari

Prof.ssa Maria Villani

- Assegnista di ricerca e Professore a contratto di Diritto tributario con abilitazione ad associato - Università degli Studi di Napoli "Federico II"

Dott. Daniele Canè

- Ricercatore e Professore a contratto di Diritto tributario - Università degli Studi dell'Insubria

Dott.ssa Alessandra Kostner

- Dottore e assegnista di ricerca in Diritto tributario - Università della Calabria

Dott. Andrea Perrone Capano

- Dottore di ricerca in Diritto delle persone, delle imprese e dei mercati, nonché Cultore della materia in Diritto commerciale e bancario - Università degli Studi di Napoli

Dott. Luigi Scipione

- Ricercatore di Diritto commerciale e Professore aggregato di Diritto bancario - Università degli Studi di Napoli "Federico II"

Dott. Stefano Zagà

- Ricercatore di Diritto tributario - Università degli Studi dell'Insubria

INDICE

1. **La residenza fiscale** 1
di Antonio Miele, Silvia Miele

2. **La riprivatizzazione delle banche europee. Luci ed ombre** 11
di Marilena Rispoli Farina

3. **Il collegamento funzionale tra beni nel prisma del legislatore tributario: la vis espansiva della nozione civilistica di pertinenza** 13
di Maria Vittoria Serranò, Velia Vadalà

4. **Le crypto-asset: Quadro regolamentare comunitario e nazionale aggiornato (Crypto assets: Updated EU and national regulatory framework)** 29
di Emanuela Di Rauso

5. **Articolo: Cripto-attività e strumenti finanziari - distinzione giuridica e implicazioni normative del concetto di "finanziarietà"** 63
di Elenoire Gazzetti

La residenza fiscale

I paragrafi 1, 4, 4.1 e 4.2 sono stati curati da Antonio Miele, mentre i paragrafi 2 e 3 da Silvia Miele.

di **Antonio Miele**

Dottore di ricerca in Diritto Comparato e processi di integrazione presso l'Università degli Studi della Campania "Luigi Vanvitelli", Dottore commercialista, Revisore contabile e avvocato.

Silvia Miele

Laureata in Economia Aziendale presso l'Università degli Studi della Campania" Luigi Vanvitelli".

ABSTRACT

The tax residence plays a crucial role in determining the place of taxation of the income of individuals and legal entities.

However, the criteria for establishing residence are not always clear. Recently, the legislator has revised the provisions of Article 2, paragraph 2, and Article 73, paragraph 3 of the T.u.i.r., aiming to overcome the interpretative challenges that characterized the previous wording of both articles.

SOMMARIO

1. Introduzione - **2**. La residenza fiscale delle persone fisiche nella previgente formulazione del T.u.i.r. - **3**. La residenza fiscale delle persone giuridiche nella previgente formulazione del T.u.i.r. - **4**. La L.d. per la riforma fiscale e nuovi criteri - *4.1. La riformulazione rispetto alle persone fisiche* - *4.2. La riformulazione rispetto alle persone giuridiche*

1. Introduzione

La potestà impositiva dei singoli Stati subisce limitazioni a seguito della stipula di trattati internazionali contro la doppia imposizione.

Infatti, attraverso questi, ciascun Paese si propone l'obiettivo di eliminare una tassazione discriminatoria,[1] nonché gli stessi disciplinano la collaborazione necessaria tra le diverse Amministrazioni finanziarie, affinché si realizzi il contrasto a fenomeni di evasione internazionale ed interna.

Sotto il profilo soggettivo, i trattati si applicano alle "persone residenti" e, il termine "persona", si riferisce sia alle persone fisiche sia alle persone giuridiche.

Ogni Stato, in base alla propria legislazione, schematizza una propria nozione di residenza fiscale che, pertanto, assume un ruolo fondamentale per individuare il luogo in cui saranno tassati i redditi prodotti da una persona fisica o giuridica.

2. La residenza fiscale delle persone fisiche nella previgente formulazione del T.u.i.r.

Il concetto di residenza fiscale, come premesso, rileva nella corretta determinazione della potestà impositiva.

Infatti, i soggetti fiscalmente residenti sono sottoposti a imposizione sui redditi ovunque li abbiano prodotti, mentre i non residenti lo sono esclusivamente per i redditi prodotti nel territorio dello Stato.

[1*] I paragrafi 1, 4, 4.1 e 4.2 sono stati curati da Antonio Miele, mentre i paragrafi 2 e 3 da Silvia Miele.

Sul tema, L. TOSI - R. BAGGIO, *Lineamenti di Diritto Tributario Internazionale*, Wolters Kluwer Cedam, 2022.

Per quanto riguarda le persone fisiche, il T.u.i.r. al comma 1 dell'articolo 2, identifica i soggetti passivi IRPEF nelle *"persone fisiche residenti e non residenti nel territorio dello Stato"*.

Per individuare quando un contribuente persona fisica possa essere considerato residente in Italia, il secondo comma disponeva che era tale colui che per la maggior parte del periodo di imposta:

- risultasse iscritto nelle anagrafi della popolazione residente;
- avesse in Italia il proprio domicilio ai sensi del Cod. civ., cioè la sede principale dei suoi affari o interessi;
- oppure la residenza ai sensi del Cod. civ., cioè il luogo nel quale il soggetto ha la dimora abituale.[2]

Inoltre, ad integrazione di quanto disciplinato dal secondo comma, il legislatore, con la L. n. 244 del 24 dicembre 2007, ha modificato il comma 2-*bis* statuendo che si considerano residenti anche i cittadini italiani cancellati dalle anagrafi della popolazione residente e trasferiti in Stati o territori diversi da quelli individuati con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze.

Solo nell'ipotesi in cui le indicate condizioni risultassero del tutto assenti, il soggetto poteva essere considerato non residente in Italia, ma era sufficiente la presenza di uno solo delle stesse per considerarlo residente e, quindi, sottoposto alla disciplina del D.P.R. n. 917/1986 s.m.i.

A tal proposito l'Agenzia delle entrate nella risoluzione n. 351/E del 07/08/2008 ha chiarito che se un soggetto mantiene: «in Italia i propri legami familiari o il centro dei propri interessi patrimoniali e sociali», tali elementi sono di per loro «sufficienti a realizzare un collegamento effettivo e stabile con il territorio italiano».

In particolare, la prassi ha sottolineato che, indipendentemente dalla presenza fisica e dalla circostanza che l'attività lavorativa sia esplicata prevalentemente all'estero, ai fini dell'eventuale residenza fiscale vanno considerati quali indici significativi *"la disponibilità di*

[2] Ai sensi dell'articolo 43, C.c.

un'abitazione permanente, la presenza della famiglia, l'accreditamento di propri proventi dovunque conseguiti, il possesso di beni anche mobiliari, la partecipazione a riunioni d'affari, la titolarità di cariche sociali, il sostenimento di spese alberghiere o di iscrizione a circoli o clubs, l'organizzazione della propria attività e dei propri impegni anche internazionali, direttamente o attraverso soggetti operanti nel territorio italiano".[3]

3. La residenza fiscale delle persone giuridiche nella previgente formulazione del T.u.i.r.

La residenza fiscale delle persone giuridiche è disciplinata dall'articolo 73, comma 3, del T.u.i.r., il quale disponeva che, ai fini IRES, le società e gli altri enti collettivi si consideravano fiscalmente residenti in Italia, qualora, per la maggior parte del periodo d'imposta avessero qui la loro sede legale, quella dell'amministrazione oppure l'oggetto principale.

Gli stessi criteri sono dettati anche per le società di persone e associazioni ad esse equiparate dall'articolo 5, comma 3, lettera d), T.u.i.r.

Dunque, per inquadrare correttamente il concetto di residenza fiscale delle società, è necessario analizzare i presupposti che erano delineati nell'articolo 73, *cit.*

Nella specie, la sede legale ha rappresentato il criterio che ha creato minori problemi dal punto di vista accertativo.

---

[3] Corte di Cassazione, ord. 01/10/2018, n. 23690, con riferimento ad un soggetto che aveva trasferito la residenza a Montecarlo (stato a fiscalità privilegiata) con relativa iscrizione all'AIRE, ha affermato che *"tenendo conto della presunzione di mantenimento della residenza fiscale in Italia per l'inserimento del Principato monegasco tra i paesi a fiscalità privilegiata, ex articolo 2, comma 2-bis, T.u.i.r., ha valutato non esaustive le prove addotte dal contribuente per il superamento delle presunzioni, e fa a tal fine riferimento agli elementi che di contro confermano la pretesa tributaria dell'agenzia, quali il possesso di immobili in Italia, la rappresentanza di società domiciliata in Italia, la qualifica di socio in società di capitali italiana, la vicinanza tra i due Paesi, che rende del tutto agevole lo spostamento giornaliero dall'Italia a Monaco"*.

Si tratta, infatti, di un criterio oggettivo, deducibile dall'atto costitutivo e da quanto risulta registrato nel registro dell'imprese.

Tutte le società costituite in Italia, a meno che non abbiano trasferito la residenza all'estero, sono perciò fiscalmente residenti nel territorio dello Stato.

Più complicato, invece, è l'individuazione della sede dell'amministrazione, in quanto non vi è una sua definizione positiva.

Di solito, con tale locuzione, si intende il luogo dove di fatto si svolge la concreta attività amministrativa o direzionale di una società, ossia è il luogo di assunzione delle decisioni fondamentali e determinanti di natura gestionale e commerciale per la vita e lo sviluppo della società stessa.

Quanto allo svolgimento nel territorio dello Stato dell'oggetto principale dell'attività, esso rappresenta un ulteriore elemento critico sotto il profilo interpretativo.

In merito, occorre innanzitutto specificare che per oggetto principale si intende l'attività caratteristica dell'ente collettivo per raggiungere la *mission* indicata nell'atto costitutivo e/o nello statuto.

Il quinto comma dell'articolo 73 del T.u.i.r. specifica poi che mancando questi, l'oggetto principale dell'ente residente va determinato *"in base all'attività effettivamente esercitata nel territorio dello Stato".* Tale disposizione si applica in ogni caso agli enti non residenti.

È necessario, quindi, soffermare l'attenzione sull'attività concretamente svolta dalla società, a prescindere da quanto sia stato indicato nello statuto.

Invero, il problema dell'analisi dell'oggetto sociale non assume particolare rilevanza rispetto agli enti che esauriscono la loro attività nel territorio dello Stato, criticità sorgono, piuttosto, per quelli che gestiscono plurime attività in una pluralità di Paesi.

In tali casi, per poter individuare lo Stato di residenza si possono prendere in considerazione una serie di elementi e, tra questi, alternativamente:

- il principale mercato di destinazione, ove cioè sono localizzati la maggior parte dei punti vendita e in cui si è realizzata la maggior parte del volume di affari;
- il luogo dove viene impiegato il maggior numero di dipendenti;
- il luogo dove sono stati effettuati la maggior parte degli investimenti.

4. La L.d. per la riforma fiscale e nuovi criteri

L'articolo 3, lettera c), della Legge Delega sulla "Riforma fiscale", rubricato *Principi generali del diritto tributario dell'Unione europea e internazionale*, specifica che la stessa dovrà garantire la revisione della disciplina della residenza fiscale delle persone fisiche e delle persone giuridiche *"come criterio di collegamento personale all'imposizione, al fine di renderla coerente con la migliore prassi internazionale e con le convenzioni sottoscritte dall'Italia per evitare le doppie imposizioni, nonché coordinarla con la disciplina della stabile organizzazione e dei regimi speciali vigenti per i soggetti che trasferiscono la residenza in Italia"*.[4]

Si precisa altresì che, dovrà prevedersi il coordinamento della residenza con i regimi speciali vigenti per i soggetti che trasferiscono la residenza in Italia, ossia il regime agevolato sui redditi da lavoro degli "impatriati"[5] che calcola il quinquennio dalla data del trasferimento della residenza.

4.1. La riformulazione rispetto alle persone fisiche

L'articolo 1 del D.lgs. n. 209, approvato in esame definitivo il 19 dicembre 2023 ha riscritto il comma 2 dell'articolo 2 del T.u.i.r.

[4] La normativa in materia di stabile organizzazione fa riferimento al nuovo art. 162, comma 2, lettera f-*bis*) del T.u.i.r., introdotto dalla "Legge di bilancio 2018" (L. n. 205/2017).

[5] L. n. 147/2015.

La norma riformulata è entrata in vigore il 01/01/2024 e, se continua a fare riferimento ai tre criteri alternativi che debbono sussistere per la maggior parte del periodo di imposta, introduce le seguenti novità:

- ai fini del computo dei giorni si considerano anche le loro frazioni e soprattutto la presenza “fisica” nel territorio dello Stato;
- ai fini dell’individuazione del domicilio, non interviene più il criterio civilistico.

Pertanto, potranno essere considerati residenti ai fini fiscali in Italia anche le persone fisiche che, per la maggior parte del periodo di imposta, sono presenti in Italia.

Tale criterio può creare perplessità e preoccupazioni; basti pensare agli studenti che frequentano Università italiane o i frontalieri esteri che lavorano in Italia.

Detto criterio, peraltro, potrà essere superato dalle previsioni contenute nelle Convenzioni contro le doppie imposizioni, ma queste sono valide esclusivamente allo scopo di evitarle, mentre non eliminano alcun altro obbligo dichiarativo o informativo previsto dalla disciplina interna.

È evidente, quindi, che le stesse assumeranno, in questi casi, un ruolo sempre più importante e, di conseguenza, le perplessità che genera l’espressione “presenza fisica nel territorio dello Stato”, potranno essere superate solo dalle disposizioni previste da queste ultime.

Per quanto riguarda poi il domicilio, il criterio di cui all’art. 43 C.c., è stato sostituito con uno di natura sostanziale.

Il domicilio, infatti, secondo la nuova disciplina, è il luogo in cui si sviluppano in via principale, le relazioni personali e familiari del contribuente ed esso è strettamente connesso alla sua presenza fisica nel territorio dello Stato.

Nulla cambia invece per quanto riguarda la residenza, restando immutato il criterio civilistico che l'identifica nel luogo ove la persona ha la dimora abituale.[6]

Sotto il profilo temporale, è bene precisare che la nuova disciplina è andata in vigore dal primo gennaio 2024.

4.2. La riformulazione rispetto alle persone giuridiche

Circa l'individuazione della residenza fiscale delle società, il D.lgs. n. 209/2023, modifica la disciplina prevista dal terzo comma dell'articolo 73 e dell'articolo 5 del T.u.i.r.

Come accennato in precedenza, due dei tre criteri previsti dalla precedente normativa, creavano alcune difficoltà interpretative.

Pertanto, la nuova disciplina ha eliminato i riferimenti sia al criterio dell'oggetto principale sia al criterio della sede dell'amministrazione per assicurare maggiore certezza giuridica.

La riforma ha ridisegnato, tenendo presente la prassi internazionale e i criteri previsti dalle Convenzioni per definire la residenza, i criteri per l'individuazione della residenza delle società di capitali o enti.

---

[6] MARIA LUCIA DI TANNA - DAVIDE GRECO, *Il Sole 24 Ore* del 18/03/2024, p. 21; "Domicilio fiscale, il nuovo criterio cambia l'esito delle Convenzioni": in base alla sent. della Corte di Cassazione n. 5563 del 01/03/2024, i redditi percepiti per attività di lavoro svolte in Kazakistan da un contribuente residente in Italia sono imponibili oltre che nello stato della fonte, anche in quello di residenza ai sensi dell'art. 15, paragrafo 1, ultimo periodo della Convenzione Italia-Kazakistan. Nella specie, il contribuente italiano lavorava come dipendente (per più di 183 giorni l'anno) per un'azienda kazaka e gli veniva contestata la residenza fiscale in Italia in ragione del domicilio civilistico. L'Autore evidenzia come la nuova formulazione dell'art. 2, co. 2, T.u.i.r., modificata dal 2024 per effetto dell'art. 1 D.lgs. n. 209 del 2023, attribuisce rilevanza anche al criterio del "domicilio fiscale" inteso come il luogo in cui si concentrano gli interessi, principalmente personali e familiari. Alla luce di tale formulazione, nei casi come quello esaminato dalla Suprema Corte (esercizio di lavoro dipendente in Kazakistan per oltre 183 giorni e famiglia in Italia) la tassazione concorrente avrebbe potuto essere evitata solo trasferendo la famiglia nello Stato della fonte.

Tali regole presentavano criticità, soprattutto per quanto riguarda il criterio della sede dell'amministrazione, interpretato in maniera estensiva tanto da farlo coincidere «con il luogo da cui promanavano gli impulsi volitivi societari».[7]

Con la nuova disciplina, il criterio della "sede dell'amministrazione" è stato sostituito con quello della sede della "direzione effettiva", mentre il criterio dell'oggetto sociale, con quello della "gestione ordinaria in via principale".[8]

Pertanto, sulla base della nuova disciplina, il legislatore ha sempre previsto tre criteri per l'individuazione della residenza fiscale;

Il primo dei criteri, la sede legale, non è mutato perché non creava e quindi non crea particolari criticità.

Il secondo criterio, la sede di direzione effettiva, è invece una novità rispetto al criterio precedente e rappresenta una semplificazione applicativa, identificandosi nel luogo dove si realizza *"la continua e coordinata assunzione delle decisioni strategiche"*.

Il terzo criterio, la gestione ordinaria in via principale, è il luogo in cui avviene *"il continuo e coordinato compimento degli atti della gestione corrente riguardanti la società o l'ente nel suo complesso"*.

Per quanto riguarda questo ultimo punto, è bene precisare che l'attività di una società si può articolare in sedi secondarie, filiali e *branch*, eventualmente caratterizzate da una certa autonomia decisionale. Tuttavia, la locuzione "in via principale" ci fa capire che ciò non rileva ai fini dell'individuazione della residenza fiscale, in quanto la stessa deve essere individuata nel luogo in cui vengono assunti gli atti gestori della società intesa nella sua unitarietà.

---

[7] STEFANO ROSSELLI, *I nuovi criteri per la determinazione della residenza fiscale delle società* Euroconference News 2024.

[8] La nuova formulazione dell'articolo 73, comma 3, T.u.i.r., prevede che *"ai fini dell'imposte sui redditi si considerano residenti le società e gli enti che per la maggior parte del periodo di imposta hanno nel territorio dello Stato la sede legale o la sede di direzione effettiva ola gestione ordinaria in via principale. Per sede di direzione effettiva si intende la continua e coordinata assunzione delle decisioni strategiche riguardanti la società o l'ente nel suo complesso. Per gestione ordinaria si intende il continuo e coordinato compimento degli atti della gestione corrente riguardanti la società o l'ente nel suo complesso"*.

Infine, si rappresenta che i tre criteri operano in via disgiuntiva e devono sussistere per la maggior parte del periodo di imposta.

Per quanto riguarda l’entrata in vigore della nuova disciplina prevista dal terzo comma dell’articolo 73 del T.u.i.r., poiché non sempre il periodo di imposta delle società coincide con l’anno solare, il legislatore ha previsto che le stesse si applicheranno a partire al periodo di imposta successivo a quello in corso alla data di entrata in vigore del D.lgs. n. 209/2023 e quindi dopo il 29/12/2023.

La riprivatizzazione delle banche europee. Luci ed ombre

di **Marilena Rispoli Farina**
Già Professore ordinario di Diritto commerciale e bancario presso l'Università degli Studi di Napoli "Federico II"

ABSTRACT

The fall of 2024 was a prosperous season for European banks. After several very challenging years, the process of “reprivatizing” European institutions rescued following the global financial crisis is almost complete. Fifteen years after the start of the banking and sovereign debt crisis, European states are returning their banks to the market, bringing to a close the bailout period of €1 trillion invested in banks by governments and, therefore, ultimately at taxpayers' expense. Disposals have generated barely a hundred billion, and even adding coupons paid and future sales, proceeds will not exceed a third of expenditures. Post-pandemic expansionary public budget measures, combined with the interest rate hikes that were partly a result of them, have boosted interest income.

Economists explain that the resulting liquidity in the household/business system, in turn, reduced credit needs and associated risks, and enabled shareholders to secure returns of 10-15%. This triggered a strong buying appetite across Europe, allowing, in the last year alone, the almost complete divestment of the four Greek banks by the public fund HFSF, the sale of three tranches of Montepaschi di Siena, and the sale of Commerzbank. However, a comparison of the divestment of public stakes in banks in Greece and Italy shows that in Greece, starting from a very critical situation, thanks to the interventions of the Hellenik Financial Stability Fund, systemically important Greek banks have been brought back onto the

market, while for Monte Paschi di Siena the process is not yet complete.

SINTESI

L'autunno del 2024 è stata una stagione felice per le banche europee. Dopo anni molto complessi è venuto quasi a compimento il processo di "riprivatizzazione" degli istituti europei salvati a seguito della crisi finanziaria globale. A 15 anni dall'avvio della crisi bancaria e del debito sovrano gli Stati europei restituiscono le banche al mercato chiudendo la stagione dei salvataggi di 1.000 miliardi complessivamente investiti negli istituti di credito dai governi e, pertanto, in definitiva a spese dei contribuenti. Le dismissioni ne hanno fruttato appena un centinaio e anche aggiungendo le cedole erogate e le future vendite l'incasso non eccederà il terzo delle spese. Le misure espansive dei bilanci pubblici post pandemia, unite ai rialzi di tassi che ne sono in parte effetto, hanno rilanciato la redditività da interessi.

Gli economisti spiegano che la conseguente liquidità presente nel sistema famiglie/imprese, a sua volta, ha ridotto il fabbisogno di credito e i rischi connessi, e ha permesso di assicurare agli azionisti rendimenti del 10/15%. Ciò ha scatenato in tutta Europa un alto appetito all'acquisto, consentendo, nel solo ultimo anno, la quasi completa cessione delle quattro banche greche da parte del fondo pubblico HFSF, la vendita di tre tranches di Montepaschi, quella di Commerzbank. Tuttavia un confronto tra la dismissione della partecipazione pubblica nelle banche in Grecia e in Italia mostra come in Grecia, partendo da una situazione fortemente critica, grazie agli interventi dell'Hellenik Financial Stability Fund le banche greche sistemiche sono state riportate sul mercato, mentre per Monte Paschi di Siena il processo non si è ancora concluso.

SOMMARIO

1. Gli Stati restituiscono le banche. Luci ed ombre di una rinascita - **2**. La lezione della Grecia - **3**. La "riprivatizzazione" delle banche greche sistemiche. Il ruolo dell'Hellenic Financial Stability found - **4**. Costi/benefici

1. Gli Stati restituiscono le banche. Luci ed ombre di una rinascita

L'autunno del 2024, come ha segnalato la stampa economica[1] è stata una stagione felice per le banche europee. Dopo anni molto complessi è venuto quasi a compimento il processo di "riprivatizzazione" degli istituti europei salvati a seguito della crisi finanziaria globale.

A 15 anni dall'avvio della crisi bancaria e del debito sovrano gli Stati europei restituiscono le banche al mercato chiudendo la stagione dei salvataggi di 1.000 miliardi complessivamente investiti negli istituti di credito dai governi e, pertanto, in definitiva a spese di contribuenti, ma le dismissioni ne hanno fruttato appena un centinaio e anche aggiungendo le cedole erogate e le future vendite l'incasso non eccederà il terzo della spesa.

---

[1] A. GRECO, *Gli Stati restituiscono le banche. Il collocamento del 15% di Mps chiude la stagione dei salvataggi*, in *https://www.repubblica.it/economia/2024/11/18/news/banche_salvataggi_costo_stati_incassi_mps-423633203*; NIKAS - COMFORT - ARONS, *L'era dei salvataggi bancari in Europa volge al termine con le vendite degli Stati*, in *www.bloomberg.com/europe*, 15 ottobre 2024, a proposito del sistema bancario greco, affermano *"Le cessioni aumentano mentre i governi incassano dalle valutazioni più elevate. La Grecia ha restituito l'intera industria alla proprietà privata in un anno".*

Il collocamento del 15% di Monte Paschi di Siena con cui il Tesoro italiano ha chiuso un settennato da socio di controllo, è l'ultimo emblema di tale stagione.[2] Anche quest'ultima operazione si colloca nel novero delle numerose altre dispiegate sui tempi lunghi un po' in tutta Europa, operazioni che hanno potuto beneficiare dei rialzi di borsa per alienare in vari modi le decine di istituti salvati anni prima. Un po' di fortuna non guasta per lenire non certo per cancellare le perdite sofferte: l'indice settoriale EuroStoxx è triplicato dal marzo 2020 e continua a ritoccare i massimi, (nonostante le recentissime oscillazioni dovute all'imprevedibilità del presidente Trump) grazie agli investitori di tutto il mondo ansiosi di rilevare quote dei più diversi istituti. Il che ha consentito, tra l'altro, di onorare gli impegni concorrenziali presi con l'antitrust europeo all'atto dei salvataggi pubblici.[3]

---

[2] Per le vicende che hanno portato alla "ricapitalizzazione precauzionale" di MPS, v. BARBAGALLO, *Audizione alla Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario (Legge 12 luglio 2017, n. 107*), Senato della Repubblica - Camera dei deputati, Roma 22 novembre 2017; ONADO, *Monte dei Paschi e le sue sorelle*, in MODIANO - ONADO, *Illusioni perdute. Banche, imprese, classe dirigente in Italia dopo le privatizzazioni*, Bologna, 2024, pp. 277 e ss.; V., in BANCA D'ITALIA, *La ricapitalizzazione precauzionale di MPS*, in *www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2017/ricapitalizzazione-precauzionale-mps/index.html*, una accurata ricostruzione della procedura. Per i casi di "ricapitalizzazione precauzionale" in Europa e per le difficoltà di riportare sul mercato le banche ricapitalizzate, v. MARTINO - PERINI, *Rescued Banks Back in the market, The teory, Practices and Future Perspettive of the Precautionary recapitalization,* in *European Company and Financial Law Review*, *Volume 22, Issue 2*, 9 luglio 2025. Ivi anche una analisi critica della Proposta della Commissione EU, Crisis Management and Deposit insurance Framework (CMDI), nel testo approvato il 26 giugno 2025. Che per quanto concerne la riforma della "ricapitalizzazione precauzionale" non raggiunge l'obiettivo prefissato e rischia di vanificare il ruolo della procedura.

[3] Un quadro molto preciso della gestione di alcune crisi bancarie negli Stati membri dell'Unione europea alla luce del nuovo quadro giuridico sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi, introdotto dalla Direttiva 2014/59/UE (BRRD) e dal Regolamento n. 806/2014 (Regolamento SRM) si legge in CASSELLA - D'ONOFRIO, *L'applicazione della disciplina della risoluzione delle banche in crisi nell'Unione europea,* in *ASSONIME, NOTE e STUDI,* n. 16, 2017. L'analisi copre Spagna, Portogallo, Italia, Germania, Danimarca, Slovenia, Cipro e Grecia. Il nuovo strumento della ricapitalizzazione precauzionale è stato adottato solo tre volte, due in Grecia e una in Italia. La svalutazione delle azioni e delle obbligazioni, o la conversione in capitale di queste ultime, è stata applicata con un'estensione diversa nei singoli casi: i possessori di *senior bonds* sono stati sottoposti a bail-in solamente

Il dossier italiano più voluminoso per importo è stato quello della già menzionata banca senese, in tutto si è trattato approssimativamente di 10 miliardi tra aumenti rimborsi e costi vari. È stato anche l'episodio più sofferto, non tanto per le somme impiegate (pure importanti), ma per la rilevanza della banca senese "politica" (per territorio interessato e per la classe dirigente nazionale coinvolta) e "sistemica" ai fini di vigilanza e per l'emissione di debito pubblico di cui Montepaschi Siena è *specialist.*

L'azionista pubblico in due anni ha gestito in modo abile la discesa della partecipazione dello Stato dal 67% all'11,7%: ma malgrado i vanti di alcuni esponenti di governo in carica il risanamento senese era iniziato ben prima del salvataggio del 2017. Tuttavia, si era rivelato impossibile per gli amministratori delegati (Fabrizio Viola, Marco Morelli e poi Guido Bastianini) rimettere a posto i conti che producevano perdite su crediti miliardari, e arginare le cause con richieste di indennizzi saliti a 10 miliardi. Solo da metà del 2022, e con l'avvento di Luigi Lovaglio, la banca ha imboccato la soluzione decisiva, vale a dire una ricapitalizzazione di 2,5 miliardi in cui pochi credevano per far fronte a 4.000 esuberi, secondo l'impegno preso dai predecessori con i precedenti titolari del MEF. Il banchiere lucano ha avuto anche gli astri a favore; un ruolo importante nel risanamento l'hanno giocato due fattori non del tutto attesi: il rialzo dei tassi d'interesse e la catena di assoluzioni di tanti ex manager a processo, che hanno sgonfiato il sufflè del contenzioso e liberato importanti riserve.

A novembre 2024 Montepaschi è risultata una banca risanata, con un patrimonio CEt1 da record al 18,3% e due miliardi di utili nel 2024. La cessione del 15% del Tesoro a Banco Popolare di Milano, Anima Caltagirone e Delfin, ha precisato Il Ministro Giorgetti è "un'operazione di politica bancaria e finanziaria italiana volta a

---

in tre casi (uno in Portogallo e due in Grecia) e i depositanti al di sopra dei 100.000 Euro sono stati coinvolti nel bail-in in alcune banche cipriote, già nel 2013, e nella risoluzione di una banca danese.

rafforzare l'azionariato di un player importante nel credito". La reazione euforica dei titoli in borsa ha segnalato che il mercato scontava già la nascita del terzo polo bancario che il governo auspicava da due anni (e che continua ad auspicare) e che non riuscì ai quattro governi precedenti.

Allargando l'obiettivo, il comparto credito rimane tra i più floridi in tutta Europa e ancor più negli USA. Gli eventi che stiamo descrivendo si collocano nel più ampio quadro delle misure espansive dei bilanci pubblici post pandemia, che unite ai rialzi di tassi che ne sono in parte effetto, hanno rilanciato la redditività da interessi. Gli economisti spiegano che la conseguente liquidità presente nel sistema famiglie/imprese, a sua volta, ha ridotto il fabbisogno di credito e i rischi connessi, e ha permesso di assicurare agli azionisti rendimenti del 10/15%.

Ciò ha scatenato in tutta Europa un alto appetito all'acquisto, consentendo, nel solo ultimo anno, la quasi completa cessione delle quattro banche greche da parte del fondo pubblico HFSF, la vendita di tre tranches di Montepaschi, quella di Commerzbank.[4] Riguardo a

[4] Commerzbank è la banca *leader* delle piccole e medie imprese tedesche e un *partner* forte per circa 25.500 gruppi di clienti aziendali e quasi 11 milioni di clienti privati. I segmenti di attività della banca offrono un portafoglio completo di servizi finanziari. *Commerzbank* effettua circa il 30% del commercio estero della Germania ed è presente a livello internazionale in più di 40 Paesi nel settore del finanziamento alle imprese. La Commerzbank è stata oggetto di un processo di privatizzazione dopo essere stata salvata dal governo tedesco durante la crisi finanziaria del 2008. Il governo tedesco, che ha investito miliardi di Euro per sostenere la banca, sta ora progressivamente vendendo le proprie quote per recuperare l'investimento. La privatizzazione è iniziata nel 2011, con la restituzione della maggior parte dei fondi, e nel 2013 la partecipazione pubblica è scesa a un livello inferiore al 25%. *UniCredit*, ha acquisito una quota di *Commerzbank*, diventando uno degli azionisti più importanti. *Unicredit* è posizionata come un investitore strategico, con l'intenzione di esplorare opportunità per una possibile fusione tra le due banche, e ha ricevuto il via libera, oltre che della BCE, dell'*antitrust* tedesco a salire al 29,9%. Tuttavia, di recente Theurer, membro del Consiglio Direttivo della *Bundesbank* si è espresso in forma dubitativa rispetto ad una ulteriore acquisizione, sostenendo le che "*le fusioni offrono opportunità, ma comportano sempre anche dei rischi*". Sulle tormentate vicende dell'acquisizione di *Commerzbank*, che si inquadrano nelle recenti ipotesi di "risiko bancario", v. RESTI, *Il destino di Unicredit - Commerzbank si gioca su Berlino e Francoforte*, in *Lavoce.info, 17/09/24.* L'approvazione della BCE alla fusione tra la banca italiana e la tedesca ha particolare rilievo, trattandosi della prima vera grande aggregazione bancaria *cross-border* da quando esiste la

quest'ultima, la Repubblica federale di Germania, dopo che il governo ne aveva detenuto una quota del 16,49% per un valore di circa 2,5 miliardi di euro, ne ha avviato la privatizzazione inizialmente prevedendo la vendita di un pacchetto azionario, fino al 5%, e ciò si stabiliva dovesse avvenire in modo trasparente, non discriminatorio e favorevole agli investitori. L'operazione è andata avanti fin quando le successive alienazioni sono state bloccate dopo che l'asta estiva del 2024 è andata a un compratore indesiderato (l'italiana Unicredit).

La bussola delle contingenze comunque non è lo strumento migliore per comprendere le misure originate da esigenze immediate di stabilità finanziaria e sistemica, mentre i loro effetti si dispiegano nel lungo termine. Certo la congiuntura ha consentito ai governi che si sono mossi più tardi vendendo più di recente i pacchetti bancari, di massimizzare gli incassi come per le tre *tranche* Montepaschi di Siena da cui il Tesoro italiano nell'ultimo anno ha incassato 2,7 miliardi rispetto a 1,6 miliardi versati nell'aumento 2022.

Anche se gli Stati che hanno venduto più di recente hanno incassato molto di più rispetto alle dismissioni poste in essere in precedenza non è detto che sia vero il motto "beati gli ultimi". Infatti, per Montepaschi, il saldo resta negativo per 7 miliardi rispetto ai circa 10 complessivi sborsati. Se allarghiamo lo sguardo a tutta Europa, dei 1.000 miliardi erogati a favore delle banche dai governi, le dismissioni ne hanno fruttato un centinaio e, anche aggiungendo le cedole erogate e le future vendite, l'incasso non eccederà il terzo della spesa. Inoltre, va messa in conto la perdita di opportunità di quei settori bancari indeboliti dalle crisi, anche per essere stati lasciati troppi anni a languire nelle perdite sui crediti. E qui se gli Usa e la Gran Bretagna sono i primi paesi coinvolti dalla crisi, casi "di scuola" con nazionalizzazioni diffuse e precoci subito dopo il crack Lehman e privatizzazioni altrettanto rapide,[5] l'Italia è stata, invece, tra le ultime

vigilanza unica. Cfr. AIELLO - PITOCCHI - VASILE, *Operazioni* cross border, *trasferimento all'estero e rimedi del Legislatore*, in *Dirittobancario.it*,17 novembre 2022.

[5] Cfr. RISPOLI FARINA - ROTONDO, *La crisi dei mercati finanziari tra effetti della globalizzazione e fallimento della regolamentazione,* in *La crisi dei mercati*

della classe con un atteggiamento spesso di denegazione da parte di governi, istituzioni e attori, che ha portato a salvataggi tardivi concentrati nel 2016 e 2017, provocando, fra l'altro, la virtuale scomparsa delle banche popolari e privato di vitale credito il sistema delle imprese specie quelle più piccole.[6]

Oggi il sistema bancario europeo è certo più solido, liquido e redditizio rispetto a prima dei salvataggi anche grazie alla cornice normativa e istituzionale, imperniata sull'Unione bancaria e sulla Direttiva BRRD sul risanamento e la risoluzione delle banche europee significative, che impone ai privati (azionisti, ma in certa misura anche creditori) di pagare per i salvataggi bancari, (logica di politica legislativa ineccepibile, pur tuttavia nella prassi sempre contestata dai portatori di interessi particolari).[7]

---

finanziari, a cura di ID., Milano, 2009, pp. 1 e ss.; MCCOY, *Il contagio dei* subprime, *ivi*, pp. 25 e ss.; ONADO, *Crisi finanziarie e vigilanza*, *ivi*, pp. 137 e ss.; RISPOLI FARINA, *La crisi finanziaria e i rimedi normativi: un quadro d'insieme*, in *Corso di legislazione bancaria. Approfondimenti sulla legislazione bancaria vigente*, a cura di BENOCCI - MAZZINI, II, Pisa, 2009, p. 318; ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Bari, 2009.

[6] ONADO, *Monte dei Paschi di Siena e le sue sorelle: le crisi bancarie italiane*, in *Illusioni perdute*, MODIANO - ONADO, Bologna, 2024, pp. 269 e ss.; RISPOLI FARINA, *La soluzione della crisi del Monte paschi di Siena e delle banche venete nell'ambito della procedura di risanamento e risoluzione delle banche italiane. Uno sguardo di insieme*, in *Studi Senesi*, 2018, pp. 449 e ss. Di particolare impatto sul mercato bancario italiano, la "crisi delle quattro banche locali" ha riguardato la risoluzione di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Carife (Cassa di Risparmio di Ferrara) e CariChieti (Cassa di Risparmio di Chieti) avvenuta nel 2015. Queste banche, tutte di piccole dimensioni, hanno incontrato difficoltà finanziarie e sono state poste in amministrazione straordinaria dalla Banca d'Italia. La soluzione ha comportato la creazione di banche-ponte per garantire la continuità dei servizi essenziali e la costituzione di una *"bad bank"* per gestire i crediti in sofferenza. Cfr. SCIPIONE, *Crisi bancarie e disciplina degli aiuti di Stato. Il caso italiano: criticità applicative e antinomie di una legislazione d'emergenza*, in *Innov. dir.,* 2017, pp. 284 e ss.; MONTANARO - TONVERONACHI, *Il vincolo degli aiuti di stato nell'ambito del meccanismo unico di risoluzione il caso di quattro piccole banche italiane*, Siena, 2018. Per MESSORI, *Il processo di Unione bancaria e il sistema bancario italiano*, in *Il diritto bancario europeo. Problemi e prospettive*, a cura di CHITI - SANTORO, Pisa, 2022, pp. 39 e ss., l'intervento sulle quattro banche ha suscitato all'epoca una grave crisi di fiducia nei confronti del sistema bancario. Perplesso sull'applicazione delle nuove norme sulle crisi GUISO, *Crisi bancarie: la soluzione che non funziona*, in *www.Lavoce.info*, 14 dicembre 2015.

[7] Per un quadro complessivo della organizzazione della *banking union* e delle problematiche poste dalla costituzione dell'Unione bancaria nell'ambito dell'Unione

Floridità, solidità, maggiore redditività, realizzata anche attraverso una regolamentazione prudenziale stringente, hanno consentito alle banche europee di rimanere al sicuro dagli effetti dalle crisi pandemiche e dei prezzi, mentre parte del sistema bancario USA e in Svizzera la prestigiosa Credit Suisse, sono state al centro di avvenimenti avversi nel marzo 2023.[8] Il sistema Usa, complessivamente, essendo legato un'economia più dinamica e innovativa ha superato la crisi e del tutto surclassato gli altri.[9]

---

europea, v. AA.VV., *L'unione bancaria europea*, a cura di CHITI - SANTORO, Pisa, 2016.

[8] RISPOLI FARINA*, Quali lezioni dalle crisi bancarie di marzo? Crolli, timori e riforme*, in *Ianus*, 2022*,* pp. 136 e ss.; GORTSOS, *Legal Aspects of Deposit Guarantee: International Financial Standards and EU Law (with an Excursus on Swiss Law and some Considerations related to the Spring 2023 Financial Turmoil*), 6 novembre 2024, disponibile presso *https://ssrn.com/abstract=4735154*; MESSORE-BONARDI, *Crisi bancarie e strumenti Additional Tier 1: il caso Credit Suisse*; FSF, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutionsin*, April 2024, all'indirizzo */www.fsb.org/2024/04/key-attributes-of-effective-resolution-regimes-for-financial-institutions-revised-version-2024*. Cfr. inoltre l'ampia analisi di PEZZULLI, *La caduta dei titani (bancari): storia idiosincratica o rischio sistemico?*, in *Dialoghi dir econ.*, maggio 2023, pp. 1 e ss. Per i primi commenti alla crisi di *Silicon Valley Bank* (SVB) e *Signature* negli Stati Uniti, ma anche alla crisi di *Credit Suisse*, v. MANCA, *Banche: le colpe sono note. Mancano vigilanza e fiducia*, in *Corriere della sera*, 16 marzo 2023, 28; ONADO, *Perché quella di SVB non è una crisi da sottovalutare*, in *IlSole24ore*, 13 marzo 2023; BAGLIONI, *Crisi bancarie, ci risiamo?* in *LaVoce.info*, 14 marzo 2023; LENZI, Silicon Valley bank *o dell'insostenibile leggerezza dell'essere delle minusvalenze*, in *IlSole24ore*, 14 marzo 2023; BERTOLDI, *Il lungo termine e la responsabilità del banchiere*, *ivi*, 13 marzo 2023. Il dibattito sulla valenza delle crisi del marzo 2023 è proseguito dopo il salvataggio di *First National Bank*. Cfr. MASSIAH, *Lezioni allo sportello. Dalle ultime crisi esplode il rischio reputazionale*, in *Corriere della sera*, 8 maggio 2023, 7, BECCALLI - MASSIAH, *Due crisi diverse e una lezione unica. La reputazione è tutto*, in *IlSole24ore*, 20 maggio 2023; FERRARI, *Le banche e la crisi: non incolpate i regolatori. La lezione americana*, in *Corriere della sera*, 22 maggio 2023, 21, TRAPANESE - ALBARETO*, Le crisi bancarie statunitensi del 2023: cause, risposte di* policy *e insegnamenti*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, Roma, aprile 2024; RISPOLI FARINA, *Un confronto tra il sistema bancario USA e il sistema europeo. Quale vigilanza e quale soluzione alle crisi bancarie?*, in *Inn. dir.*, 2025, pp. 35 e ss. Le crisi americane del 2023 hanno evidenziato come anche episodi di crisi di banche non considerate "sistemiche" possono in realtà porre rischi per la stabilità finanziaria; quest'ultima potrebbe inoltre essere compromessa nel caso di un'attuazione incompleta degli standard prudenziali concordati a livello internazionale; con riferimento all'Europa, potrebbero essere valutate alcune revisioni mirate alle regole prudenziali e, con riferimento ad alcuni specifici aspetti, ampliati i margini di flessibilità del sistema di gestione delle crisi.

[9] Per un recente quadro critico del sistema finanziario americano cfr. EPSTEIN, *Busting the Bankers' Club. Finance for the Rest of Us,* Oakland, 2024. Per una ricostruzione del sistema bancario americano, RISPOLI FARINA, *Un confronto*, cit.

2. La lezione della Grecia

Spesso in ombra nel dibattito internazionale, la vicenda delle banche greche, dopo la notorietà del *default* dei conti pubblici e privati di quel Paese, merita più attenta considerazione anche nel momento del risanamento.

Nel settembre 2024 la prestigiosa Rivista finanziaria internazionale (IFR)[10] annunciava che l'Odissea delle banche greche volgeva al termine con la vendita della National Bank of Greece (NBG). Per Steve Slater e Christopher Spink, gli Autori dell'articolo, la Grecia era in procinto di completare quasi del tutto l'uscita dal capitale delle sue grandi banche a distanza di undici anni dal loro salvataggio. Intervistati da IFR dirigenti e banchieri d'investimento affermavano che quantunque la ripresa fosse stata lunga e travagliata a seguito di una crisi del debito sovrano che ha messo in ginocchio la Grecia, erano state realizzate alcune operazioni di mercato dei capitali particolarmente audaci e innovative, tra cui una raffica di vendite negli ultimi 13 mesi.

Nelle interviste, le fasi della privatizzazione sono state puntualmente indicate e commentate. Gli antefatti vanno brevemente ricordati: nel 2008 la crisi globale provocata dal crollo dei mercati finanziari e dal fallimento di importanti istituzioni bancarie ha portato a una recessione globale del paese. La risposta dell'Unione europea, attraverso la c.d. Troika (Fondo Monetario Internazionale, Commissione europea e Banca centrale europea), fu l'imposizione di un pacchetto di misure di austerità severe, mirate a ridurre il deficit e a ristabilire la fiducia nei mercati finanziari. In particolare, la Grecia fu costretta a richiedere un pacchetto di salvataggio internazionale, con prestiti della Troika in cambio di pesanti misure di austerità. Le

[10] SLATER - SPINK, *Greek banks' odyssey nears end with NBG sale*, 26 September 2024, disponibile all'indirizzo *www.ifre.com/story/2037328/greek-banks-odyssey-nears-end-with-nbg-sale*.

politiche imposte includevano riduzione della spesa pubblica, aumento delle imposte e privatizzazioni, nell'intento di ridurre il deficit pubblico. Le conseguenze furono disastrose: tra il 2008 e il 2013 il PIL greco si contrasse del 25% e la disoccupazione raggiunse il 27,5%. Le misure di austerità ebbero effetti devastanti sulla classe media e sui settori più vulnerabili della popolazione e le disuguaglianze sociali aumentarono vertiginosamente. La crisi economica e sociale alimentò un'ondata di proteste, manifestazioni e un malcontento crescente verso l'UE, responsabile dell'imposizione delle misure. Nonostante i fallimenti evidenti delle politiche di austerità, e quantunque molti economisti criticassero il loro impatto sull'economia, l'Unione europea e gli altri attori internazionali non ritrattarono. Anzi, la crisi greca divenne un banco di prova per l'intera architettura economica dell'Eurozona e la risposta delle istituzioni rafforzò la convinzione che l'austerità fosse l'unica strada percorribile per risolvere la crisi del debito.

Per portare il paese fuori dal rischio di *default* e verso una ripresa vennero concordati tre piani di salvataggio: nel 2010, 2012 e 2018. Nonostante la Grecia avesse apertamente violato le regole comunitarie sulla spesa, l'Unione europea non poteva far fallire tale stato, perché così facendo avrebbe mandato un messaggio preoccupante verso altri paesi gravemente indebitati, fra i quali anche l'Italia. Inoltre, se la Grecia fosse fallita, il progetto dell'Euro sarebbe molto probabilmente collassato.

Il primo piano di salvataggio, concordato dal Fondo Monetario Internazionale e l'Unione europea nel 2010 comportava un aiuto di 110 miliardi di Euro allo Stato greco, in cambio di misure di austerità, che si articolarono in una riduzione delle compagnie pubbliche, taglio della spesa nei settori pubblico-previdenziali e un aumento dell'IVA. Grazie a queste misure, il deficit fu ridotto del 40% nello stesso anno. Le misure di austerità, come si è anticipato, non furono ben accolte dal popolo greco, che scese in piazza in violente proteste.

Il secondo piano, nel 2012, venne negoziato dal governo di

coalizione di Loukas Papademos, un economista di grande reputazione internazionale. Il piano, concordato con FMI e UE, prevedeva 130 miliardi di Euro in cambio di una riduzione del debito dal 160% fino al 120,5% entro il 2020, da attuare con ulteriori misure di austerità.

Il terzo piano fu frutto di una lunga gestazione iniziata nel 2015. Le elezioni di quell'anno vennero vinte da Alexis Tsipras di *Syriza*, interrompendo il bipartitismo che aveva caratterizzato la politica greca sin dagli anni '70. Nel luglio del 2015, Tsipras decise di indire un referendum per chiedere ai cittadini greci se volessero accettare o meno il terzo piano di salvataggio. Il 60% degli elettori si espresse in senso negativo, causando una perdita di fiducia dei mercati, e la crescita vertiginosa dello *spread* dei titoli del debito pubblico greco. Alla luce di questo evento, la pressione sul paese obbligò Tsipras ad accettare il piano di salvataggio, che venne finalizzato nel 2018. Il piano, concordato con la UE ma non con il FMI, prevedeva 86 miliardi di Euro in cambio di riforme fiscali, ulteriori tagli alla spesa pubblica, privatizzazioni di *asset* statali e riforme del mercato del lavoro. Gli aiuti vennero erogati tramite prestiti del MES (Meccanismo Europeo di Stabilità), nato per salvaguardare la stabilità dell'area Euro. Degli 86 miliardi inizialmente messi a disposizione, solo 61,9 vennero utilizzati, grazie ad un uso più efficiente delle risorse da parte del governo greco. Il MES ha permesso al paese di prendere prestiti a tassi agevolati rispetto a quanto avrebbe potuto individualmente. Nel 2017 il risparmio ammontava a 12 miliardi di Euro, il 6,75% del PIL greco dell'epoca. I tre pacchetti di aiuti internazionali alla Grecia salvarono il paese dall'incombente *default*. Il governo Tsipras durò fino al 2019, anno in cui venne eletto il nuovo governo capeggiato da Kyriakos Mitsotakis di *Nuova Democrazia*, leader con una buona reputazione internazionale e ancora oggi primo ministro greco.

Tra il 2010 e il 2018, vennero introdotti un totale di 15 pacchetti di riforme. I primi frutti delle misure iniziarono a vedersi già nel 2012, quando si misurò di nuovo un bilancio fiscale in positivo e in

miglioramento. Nel triennio 2017-2019 si è misurata una crescita del PIL che variava dal 1,1% al 1,9%. Nel 2017, il deficit arrivò al solo 0,8%. Sotto la guida di Mitsotakis si è continuato il percorso concordato con l'Unione europea, velocizzando il processo di digitalizzazione e riducendo le imposte sul reddito delle società dal 28% al 24%. Gli effetti positivi delle riforme strutturali si sono manifestate anche con un calo della disoccupazione dal 17,3% nel 2019 al 9,4% nel 2024. Il Fondo Monetario Internazionale prevede un calo del debito del paese e una crescita del PIL nel prossimo futuro.

3. La "riprivatizzazione" delle banche greche sistemiche. Il ruolo dell'Hellenic Financial Stability found

"*È una storia di ripresa straordinaria. Non è stato facile né ovvio che potesse accadere"*, ha dichiarato Christos Megalou, CEO di Piraeus Bank, considerata la peggiore delle quattro banche sistemiche all'inizio del piano di ripresa. "*La nostra ambizione è diventare un caso di studio della Harvard Business School*", ha ribadito l'ex banchiere d'investimento di Credit Suisse nominato CEO nell'aprile 2017, intervistato da IFR.[11]

Quanto ai tempi e ai modi delle riprivatizzazioni, le operazioni di vendita sono state stata realizzate dall'*Hellenik Financial Stability Fund* (HFSF).Tale Fondo, con sede ad Atene, è stato istituito nel luglio 2010 ai sensi della Legge 3864/2010 come entità giuridica privata di proprietà statale con lo scopo di *"contribuire al mantenimento della stabilità del sistema bancario greco, per il bene dell'interesse pubblico"*; Ha iniziato la sua attività il 30 settembre 2010 con la nomina dei membri del Consiglio di amministrazione. Esso è stato finanziato dal Fondo europeo di stabilità finanziaria (EFSF) con 50 miliardi di Euro allo scopo di ricapitalizzare le banche greche. Nel primo anno e mezzo dalla sua creazione, l'HFSF disponeva di un capitale di 1,5 miliardi di Euro. In questo periodo, l'unica banca a

11

beneficiare dei suoi finanziamenti è stata la banca Proton. Nella primavera del 2013, l'HFSF, insieme alla Banca di Grecia, ha guidato la fusione di dieci banche greche in quattro banche "sistemiche".[12]

All'inizio del 2015, l'HFSF manteneva un *buffer* residuo di 11 miliardi di Euro in obbligazioni EFSF che il governo greco uscente intendeva riutilizzare come linea di credito precauzionale. Nel febbraio 2015, la nuova amministrazione guidata da *Syriza* ha negoziato con la *Troika* una proroga di sei mesi dell'accordo quadro sul meccanismo di assistenza finanziaria. L'amministrazione ha proposto di riutilizzare i fondi rimanenti per investimenti anticiclici keynesiani nel settore economico non bancario. L'Eurogruppo ha tuttavia insistito sul fatto che il buffer rimanente «può essere utilizzato solo per i costi di ricapitalizzazione e risoluzione delle banche».

L'HFSF aveva l'opzione di convertire 2 miliardi di Euro di obbligazioni perpetue in azioni della Piraeus Bank nel dicembre 2022. A novembre 2020, la capitalizzazione di mercato totale della banca era inferiore a 500 milioni di Euro. La conversione è stata attivata nel novembre 2020, conferendo all'HFSF un'ulteriore quota del 35% della banca per un valore inferiore a 200 milioni di Euro, con una perdita cartacea di oltre 1,5 miliardi di Euro.

Nell'autunno del 2023, l'HFSF ha iniziato a vendere le sue partecipazioni negli istituti di credito greci, al fine di riprivatizzare le

[12] L'attività del fondo era presidiata con la partecipazione alla *governance* delle banche. Nel 2014 l'HFSF aveva un rappresentante (membro non esecutivo indipendente) nel consiglio di amministrazione della Banca nazionale di Grecia; un rappresentante (membro non esecutivo) nel consiglio di amministrazione di Alpha Bank (12 maggio 2015) contestualmente membro del comitato di gestione del rischio della banca, del comitato di audit, del comitato per la remunerazione e del comitato per la governance aziendale e le nomine. L'HFSF aveva anche un rappresentante (amministratore non esecutivo) nel Consiglio di amministrazione della *Eurobank Ergasias* (13 maggio 2015), nonché un rappresentante nel consiglio di amministrazione della Banca del Pireo (2015). L'HFSF aveva l'opzione di convertire 2 miliardi di Euro di obbligazioni perpetue in azioni della Piraeus Bank nel dicembre 2022. A novembre 2020, la capitalizzazione di mercato totale della banca era inferiore a 500 milioni di Euro. La conversione è stata attivata nel novembre 2020, conferendo all'HFSF un'ulteriore quota del 35% della banca, per un valore inferiore a 200 milioni di Euro, con una perdita cartacea di oltre 1,5 miliardi di Euro.

banche. A marzo 2024, aveva recuperato 34,8 miliardi di Euro sui 30,9 miliardi di Euro immessi nel sistema bancario (senza considerare l'inflazione). Nell'ottobre 2024, l'HFSF ha completato la privatizzazione con la vendita della sua partecipazione nella Banca Nazionale di Grecia.

L'intervento di HFSF, attualmente positivamente concluso, tuttavia è stato affiancato e reso possibile da altre misure finanziarie. HFSF ha infatti conferito 46,2 miliardi di Euro nelle banche nel 2013, ma il percorso non è stato lineare ma bensì contraddistinto da alti e bassi influenzati dalle oscillazioni politiche ed economiche. A giugno 2015, per esempio, la Grecia ha imposto controlli sui capitali che hanno chiuso temporaneamente le banche e limitato i prelievi di contanti a 60 Euro al giorno per evitare la corsa agli sportelli. I controlli sono stati allentati, ma non completamente rimossi fino a settembre 2019.

Negli ultimi tre anni l'atmosfera è cambiata in modo significativo, rispecchiando l'interesse per le recenti vendite di partecipazioni e la forte domanda per le operazioni obbligazionarie delle banche.

Il lavoro di base per le vendite è stato posto dal 2016 al 2020, quando ogni banca ha dovuto iniziare a scaricare enormi quantità di esposizioni deteriorate e ristrutturarsi per rendere possibile l'investimento esterno. La crisi sovrana aveva lasciato le banche con 106 miliardi di Euro di NPE nei loro libri contabili, ovvero il 49% dei loro prestiti. Liberarsi dei prestiti in sofferenza non è stato inizialmente semplice, ma significativo è stato l'avvio da parte del Ministero delle Finanze greco, nel 2018, dell'Hellenic Asset Protection Scheme, soprannominato Hercules, che ha permesso di cartolarizzare le esposizioni, e ha previsto garanzie statali per le *tranche senior*, per affrontare una enorme quantità di debiti esigibili, richiamando l'attività svolta dal piano italiano Atlante. Le vendite del portafoglio sono state complesse e difficili – e ostacolate dalla crisi pandemica – ma tutte e quattro le banche hanno fatto ricorso ad Hercules per scaricare enormi blocchi di prestiti a intermediari del calibro di Cerberus, Pimco e Davidson Kempner. Hercules ha permesso alle

banche di smaltire efficacemente i NPL a prezzi non troppo proibitivi per il loro capitale.

Il banco Pireo, ad esempio, aveva € 35 miliardi di NPL in valore nominale alla fine del 2016, che rappresentavano il 52% del suo portafoglio di prestiti. A fine giugno.

I NPE rappresentavano solo il 3,3% dei prestiti. Il rapporto tra NPE a NBG ed Eurobanche è simile, ed è sceso al 4,7% ad Alpha. Per utilizzare il sistema, tuttavia, le banche necessitavano di capitale sufficiente per coprire le perdite derivanti dalla vendita di prestiti a grandi sconti, ricorrendo pertanto l'accesso al mercato dei capitali, comprese le vendite delle loro società di gestione del credito.

Il Pireo ha aperto la strada con alcuni accordi di riferimento e mentre era considerato il brutto anatroccolo delle quattro banche sistemiche sta emergendo come leader. Il momento più cruciale per la sua ripresa è stato un aumento di capitale di € 1,4 miliardi nell'aprile 2021 oltre alla conversione delle obbligazioni convertibili condizionali detenute dall'HFSF. L'operazione ha permesso al Pireo di dare seguito emettendo 600 milioni di Euro di AT1 e quindi di disporre di 19 miliardi di Euro.

Nell'ottobre 2018, il Pireo ha ottenuto la prima vendita di un portafoglio garantito di prestiti Amoeba, alla Bain Capital a circa 30 centesimi di Euro, e ha venduto due portafogli di prestiti di trasporto. A giugno 2019 ha venduto la piattaforma che serviva i NPE a Intrum per € 440 ml, ha rafforzato così il suo capitale e ha aperto la porta alla vendita di un'obbligazione Tier 2 da 400 milioni di Euro, la prima realizzata da qualsiasi impresa greca dopo la crisi.

L'ultima raffica di operazioni azionarie da settembre 2023 è stata più semplice. HFSF ha venduto il suo 1,4% di Eurobank direttamente alla banca, ha ridotto la sua partecipazione in NBG dal 40,4% tramite un'offerta di azioni e ha venduto la sua partecipazione del 27% in Pireo in un'offerta fortemente sottoscritta. Ha venduto la sua partecipazione del 9% in Alpha direttamente alla banca italiana UniCredit per 293 milioni di Euro.

4. Costi/benefici

La Grecia non riavrà i 46,2 miliardi di Euro che ha iniettato nel suo sistema bancario nel 2013, ma ciò non sarebbe in ogni caso accaduto. L'erogazione comprendeva 38 miliardi di Euro di perdite derivanti dalla svalutazione dei titoli di Stato greci, il che è stato un vantaggio per il governo e considerato neutrale rispetto al divieto di aiuti di stato. L'HFSF ha incassato 2,8 miliardi di Euro dalle vendite di partecipazioni e la vendita di un altro 10% di NBG porterà tale cifra a 3,5 miliardi di Euro. HFSF ha inoltre ricevuto 2,7 miliardi di Euro dai pagamenti delle cedole sui titoli CoCo e dai rimborsi del capitale, e 1,1 miliardi di Euro di commissioni dalla ricapitalizzazione del 2013, il che suggerisce proventi per 7,3 miliardi di Euro.

La valutazione da parte dell'HFSF del rapporto costi/benefici della ricapitalizzazione e della ristrutturazione delle banche è che ha avvantaggiato il contribuente greco di circa 3,5 miliardi di Euro, dopo aver tenuto conto della svalutazione del debito pubblico greco; tali dati sono contenuti nel suo ultimo rapporto sullo stato di avanzamento di agosto 2024.

HFSF possiede, inoltre, il 72,5% di Attica Bank, che è il quinto istituto di credito greco, ma molto più piccolo delle quattro grandi e non considerato sistemico. Le banche d'investimento hanno guadagnato decine di milioni di Euro per il loro lavoro, soprattutto se si includono le vendite di NPL. Tali commissioni riflettono un lungo elenco di mandati, anche se i banchieri hanno lamentato che le commissioni del governo sono state anche molto inferiori a quelle pagate dalle società private. HFSF non ha risposto a una richiesta di stima sulle commissioni dei banchieri. Nel corso degli anni, i principali consulenti sono stati Goldman Sachs, UBS, Bank of America, JP Morgan, Morgan Stanley, Lazard e Rothschild, ma molti altri hanno avuto un ruolo, come la banca spagnola Alantra per le operazioni su NPE.

Attualmente si può dire che la ristrutturazione è ormai in gran parte completata e le quattro banche appaiono in buona forma e realizzano forti profitti. Sono inevitabilmente dipendenti dall'economia greca, che si prevede crescerà del 2,2% quest'anno e del 2,1% nel 2025, al di sopra delle aspettative di crescita media dell'UE. Ogni banca è anche molto più snella. Pireo, ad esempio, è passata da 18.100 dipendenti e 921 filiali alla fine del 2016 a 7.900 persone e 386 filiali, riducendo i costi al 29% del suo reddito principale dal 62% del 2016, il che la rende una delle banche con il più basso rapporto costi/ricavi tra le banche europee.

Le banche sono state autorizzate a riprendere a distribuire dividendi agli azionisti per la prima volta in 16 anni; devono iniziare a farlo in modo conservativo, ma gli analisti si aspettano che abbiano capitale sufficiente per aumentare i pagamenti nei prossimi tre anni. Anche i mercati obbligazionari sono stati ricettivi. Eurobank sempre nel settembre 2024 ha attirato una domanda eccezionale per un'obbligazione *senior preferred* "verde inaugurale" da 850 milioni di Euro, che ha attratto il portafoglio ordini più grande mai registrato dalla crisi del debito sovrano per un'operazione bancaria greca *senior*.

Il prezzo delle azioni di tutte e quattro le banche è una frazione dei livelli del 2015, ma tutte hanno registrato un rialzo negli ultimi tre anni, NBG ha guidato i rialzi triplicando il valore delle sue azioni. La loro capitalizzazione di mercato combinata è di circa 24 miliardi di Euro, in aumento di 2,5 volte in tre anni, e NBG ed Eurobank hanno ciascuna una capitalizzazione di mercato di oltre 7 miliardi di Euro e le loro azioni sono scambiate a quasi 0,9 volte il valore contabile tangibile, mentre Piraeus è a 0,65 e Alpha è vicino a 0,6 volte.

Si sono manifestate sporadiche speculazioni su acquisizioni; per evitare gravi rischi ciascuna delle banche ha un azionista principale che giocherebbe un ruolo fondamentale in caso di qualsiasi operazione ostile o anche solo particolarmente rischiosa. Il principale azionista di NBG è il governo greco, mentre Fairfax detiene il 33,8% di Eurobank, il gestore di *hedge fund* John Paulson detiene il 18,6% di

Piraeus e Alpha è per il 9,6% di proprietà di una banca che non è estranea alle azioni di acquisizione: UniCredit.

In conclusione, la lezione della Grecia, in merito alla "riprivatizzazione" delle banche si può ritenere positiva. In primo luogo, se ne deve trarre la conclusione che gli Stati che hanno venduto basandosi su un progetto di lungo termine e combinando più soluzioni come collocamenti pubblici, privati, fusioni, buyback, hanno avuto come risultato un sistema bancario più eterogeneo ed efficiente.

Inoltre si può affermare che la lezione di fondo appresa in Grecia è che, se la logica del bailout era garantire la stabilità finanziaria e l'efficienza sistemica, le banche andavano riprivatizzate nella stessa concezione: a prescindere dalle valutazioni strategiche sui singoli dossier o, peggio, da contingenze politiche di mercato che influiscono sui potenziali incassi.[13] E a questo punto il confronto con le operazioni di ristrutturazione e consolidamento portate avanti in Italia a partire dal 2016 e 2017 appare complessivamente negativo.

[13] L'attività posta in essere dal HFSF è reperibile su hfsf.gr; per una panoramica degli interventi per la Grecia, v. SAROUDAKIS, *The Hellenic Financial Stability Fund: The State's Agent in a Banking System under Restructuring*, in 2 *Int'l Rev. Financ. Serv.*, 2014, pp. 58 e ss.; HADJIEMMANUIL, *The Euro Area in Crisis: 2008-2018*, in *Oxford Handbook on the EU Law of Economic and Monetary Union*, a cura di AMTENBRINK - HERRMANN, Oxford, 2018, pp. 1253 e ss. (anche pubblicato in *LSE Law, Society and Economy*, Working Papers 12/2019); PIANTELLI, *Managing Banking Crises in Europe after the Great Crisis*, *Radboud Bus. L. Institute - Law of Business and Finance*, Vol. 20, Nederland, 2021; GORTSOS, *The Impact of the Current Fiscal Crisis in the Euro Area on the Greek Banking System and the Measures Adopted to Safeguard its Stability: An Institutional, Supervisory and Regulatory Perspective*, in *ssrn.com/abstract=2769795*.

Il collegamento funzionale tra beni nel prisma del legislatore tributario: la vis espansiva della nozione civilistica di pertinenza

di **Maria Vittoria Serranò**
Autore su InnovazioneDiritto.it

Velia Vadalà
Professoressa associata di Diritto privato - Università degli Studi di Messina

ABSTRACT

The contribution aims to examine the structural characteristics of the appurtenant bond within its natural civil law setting, verify its requirements, as well as the main issues related to the establishment of the appurtenant relationship and the circulatory regime. The notion of appurtenance for tax purposes, which is no different from the civil law notion in its structural and functional profiles, is addressed in order to highlight the conditions necessary for the enjoyment of the benefits provided for the purchase of the first home.

From the reflections carried out, a contrast emerged between the more restrictive orientation of practice (Revenue Agency) versus that of the jurisprudence of legitimacy aimed, instead, at better interpreting the ratio legis – with particular reference to Note II-bis of the Tariff, Part One, annexed to Presidential Decree no. 131/1986, in force since January 1, 2025 – and to overcome the limits set by the tax authorities, such as that of the proximity between the servant property and the main one, and to extend the scope of the relief to any kind of appurtenance regardless of its stacking or, precisely, its proximity to the main property.

SINTESI

Il contributo si propone l'obiettivo di esaminare le caratteristiche strutturali del vincolo pertinenziale in seno alla sua naturale collocazione civilistica, verificarne i requisiti, nonché le principali problematiche connesse alla costituzione del rapporto pertinenziale ed al regime circolatorio. Viene affrontata la nozione di pertinenza ai fini fiscali, non diversa da quella civilistica nei suoi profili strutturali e funzionali, al fine di mettere in luce le condizioni necessarie alla fruizione delle agevolazioni previste per l'acquisto della prima casa.

Dalle riflessioni svolte è emerso un contrasto fra l'orientamento più restrittivo della prassi (Agenzia delle Entrate) rispetto a quello della giurisprudenza di legittimità volto, invece, a meglio interpretare la ratio legis – con particolare riferimento alla nota II-bis della Tariffa, Parte Prima, allegata al D.P.R. n. 131/1986, in vigore dal 1° gennaio 2025 – ed a superare i limiti posti dall'Amministrazione finanziaria, quali ad esempio quello della prossimità tra il bene servente e quello principale e ad estendere la portata dell'agevolazione a qualunque genere di pertinenza a prescindere dal suo accatastamento o, appunto, dalla prossimità con il bene principale.

SOMMARIO

1. Il vincolo pertinenziale: evoluzione storica e rapporti con figure affini - **2**. Il rapporto pertinenziale: profili strutturali - **3**. La costituzione del rapporto pertinenziale - **4**. Il regime circolatorio delle pertinenze - **5**. La rilevanza del vincolo pertinenziale nel Diritto tributario - **6**. Le agevolazioni "prima casa" e il regime delle pertinenze - **7**. Riflessioni conclusive

1. Il vincolo pertinenziale: evoluzione storica e rapporti con figure affini

Nel diritto romano, pur non esistendo la nozione moderna di pertinenza, assumeva già specifica rilevanza la dipendenza economica di una cosa rispetto ad un'altra senza divenirne elemento costitutivo,[1] tanto da circolare con la cosa principale soltanto con una espressa dichiarazione di volontà del costituente il rapporto giuridico.

Nei rapporti agrari, come l'usufrutto o l'affitto, tutti gli strumenti necessari per lo sfruttamento del terreno venivano considerati alla stregua del fondo, mentre negli atti traslativi di autonomia privata *inter vivos e mortis causa*, era necessaria la dichiarazione esplicita delle parti.[2]

Il Codice Napoleone non menziona esplicitamente le pertinenze, ma introduce la categoria dei beni accessori quali beni collegati a quelli principali, creando così la categoria dei beni immobili per destinazione.

Nel Codice civile del 1865 vengono distinti i beni mobili ed immobili, sulla base di valutazioni di carattere economico,[3] distinguendo i beni immobili questi ultimi beni immobili per natura, per destinazione[4] o per l'oggetto a cui si riferiscono.[5]

[1] A. Astone, *Le pertinenze*, in *Il codice della proprietà e dei diritti immobiliari* (diretto da F. Preite e M. Di Fabio), Utet 2015, p. 251. Un complesso di cose che servivano a coltivare il fondo veniva chiamato *instrumenta* ed era formato dagli attrezzi agricoli e dagli impianti tecnici funzionali alla cura ed alla coltivazione del fondo che non circolavano in modo automatico con il fondo senza il volere del suo proprietario.

[2] R Albano, voce *"Pertinenze"*, *cit.*, p. 1.

[3] R. Quaranta, *Pretesi riflessi processuali del rapporto pertinenziale*, in RTDPC, 1975, p. 673.

[4] Gli immobili per destinazione sono beni mobili che si immobilizzano e che acquistano la stessa natura giuridica dei beni immobili a causa della loro destinazione, a differenza del rapporto pertinenziale che può nascere anche tra due beni immobili e che mantiene tra essi l'autonomia sia naturalistica che giuridica. R Quaranta, Pretesi riflessi processuali del rapporto pertinenziale, *cit.*, p. 674.

[5] G. Tamburrino, voce *"Pertinenze"*, *cit.*, p. 548.

Infine, il Codice civile del 1942, eliminando la categoria degli immobili per destinazione, introduce il concetto di pertinenza, recependo l'elaborazione della dottrina tedesca e del BGB,[6] collegando in modo funzionale la cosa principale con una cosa accessoria.

Il legislatore, all'art. 817 del Codice civile, ha introdotto una definizione delle pertinenze come cose destinate in modo stabile a servire o ad abbellire un'altra cosa.

Tuttavia, questa definizione non è l'unica prevista dal diritto positivo[7] perché ci sono altre norme che prevedono nozioni diverse di pertinenza. Il riferimento è alla legge urbanistica,[8] che esclude dal permesso di costruire le opere considerate pertinenze o impianti tecnologici al servizio di edifici già esistenti. Queste sono costruzioni che, pur avendo una loro struttura e funzionando in modo indipendente, sono fatte per servire un altro edificio e svolgono un ruolo strumentale, senza potere essere considerate autonome. Al contrario, se una costruzione, pur avendo una funzione indipendente rispetto a un'altra, non fa parte di essa e può essere utilizzata separatamente, deve ottenere il permesso di costruire, senza eccezioni.[9]

Nell'ambito del diritto pubblico, si cerca di individuare la natura giuridica di questi beni ed il regime applicabile al fine di facilitare la gestione e la tutela del patrimonio pubblico.

Le pertinenze idrauliche e stradali, essendo separate dal bene principale, sono destinate a garantirne la funzionalità o la sicurezza. Lo stesso vale per gli edifici di culto, che possono essere considerati pertinenze di un bene demaniale o patrimoniale, perché destinati a un servizio o ad una funzione collegata con il bene principale.[10]

---

[6] C.M. Bianca, *La proprietà*, *cit.*, p. 74; G. Tamburrino, voce "*Pertinenze*", *cit.*, p. 548.

[7] A. Gambaro*, I beni*, in *Trattato Cicu - Messineo*, Milano 2012, p. 223.

[8] D.L. 23/01/1982 n. 94.

[9] A. Gambaro*, I beni*, *cit.*, pp. 249-250.

[10] A Gambaro, *I beni*, *cit.,* p. 249.

Nel caso dei beni culturali, il rapporto di pertinenza serve a proteggere un insieme di beni e a far sì che anche i beni collegati, aventi una funzione decorativa, siano soggetti alle stesse norme di tutela.

Una figura affine al rapporto pertinenziale è quella che si sostanzia nella subordinazione di una cosa accessoria rispetto ad un'altra, senza tuttavia implicare un rapporto di servizio o ornamento ed in difetto del carattere durevole o della legittimazione a creare il vincolo, presupposti della definizione legislativa di pertinenza.[11]

Il vincolo di pertinenza implica sempre un rapporto di accessorietà, tuttavia anche se una cosa è accessoria non significa che la stessa sia necessariamente una pertinenza.

La nozione di cosa accessoria infatti è più ampia ed indica un rapporto di subordinazione funzionale rispetto ad un bene principale, anche senza rispettare tutti i requisiti legali necessari per considerarla una pertinenza. Quindi tutte le pertinenze sono cose accessorie ma non tutte le cose accessorie sono pertinenze.[12]

Altra figura affine alla pertinenza è la cosa composta, che ha un'autonomia giuridica rispetto alla cosa principale. Essa deriva dalla combinazione di più parti, che sono materialmente separabili e hanno una propria individualità, ma una volta incorporate tra loro, perdono l'autonomia funzionale e sono considerate come unica cosa, sia dal punto di vista economico sia dal punto di vista giuridico.[13]

Nell'ambito del collegamento tra beni, sussistono inoltre differenze tra le pertinenze e le universalità patrimoniali. Nelle universalità patrimoniali, i beni che le compongono, aventi singolarmente singolarmente considerati una autonomia strutturale e funzionale, sono suscettibili di una fruizione unitaria, che in quanto arreca una nuova utilitas costituisce un nuovo bene giuridico, oggetto di una

---

[11] G. Tamburrino, voce "*Pertinenze*" (diritto privato), in ED, XXXIII, Milano, 1983, p. 561).

[12] R. Albano, voce "*Pertinenze*", in EG XXIII, Roma, 1990, p. 2.

[13] R. Albano, voce "*Pertinenze*", *cit.*, p. 2.

disciplina differenziata rispetto a quella dei beni che le compongono. Le pertinenze, invece, sono subordinate al bene principale e servono a migliorare l'utilità economica del bene, che però non diventa una nuova entità.[14]

2. Il rapporto pertinenziale: profili strutturali

Sotto il profilo della struttura, la pertinenza presenta un collegamento con il bene principale a cui è destinato non in modo transitorio ma neanche in modo perpetuo, perché il legame tra bene accessorio e quello principale è finalizzato all'utilizzazione economica del bene principale.[15]

Dall'art. 817 C.c., si evince che più pertinenze possono essere asservite ad una cosa principale ma una pertinenza non può essere messa a servizio o ad ornamento di più cose principali, poiché il legislatore utilizza il plurale "cose" con riferimento alle pertinenze ed il singolare "cosa" per quella principale.

Quanto alla tipologia dei beni, il legislatore afferma che il bene principale può essere sia mobile che immobile, ma tace sulla natura del bene accessorio, se quindi quest'ultimo possa essere mobile o immobile.

A questo proposito, si è sostenuto che sia impossibile che un bene immobile possa essere destinato a servizio o ad ornamento di un altro bene immobile perché un bene immobile mancherebbe del requisito della destinazione durevole al servizio di un altro immobile, non avendo una sua individualità, in quanto potrebbe essere modificato dal proprietario nella sua consistenza.[16] Si è, tuttavia, obiettato che ciò che rileva, ai fini del rapporto pertinenziale, è la strumentalità della cosa che viene messa a servizio o ad ornamento della cosa

[14] Ritiene invece che diventi una nuova utilità giuridicamente rilevante M. Costantino, *Universalità e Pertinenze*, in *Trattato Rescigno*, Torino,1982, p. 85.

[15] P. Pollice, voce "*Pertinenze*", in *Dig. Civ.* XIII, Torino, 1995, p. 528.

[16] F. Di Martino, *Della proprietà*, in *Commentario Scialoja – Branca*, Bologna-Roma, 1976, p. 48.

principale e che la natura (mobile o immobile) di essa non è rilevante.[17]

La giurisprudenza, concorde con quest'ultima tesi, sostiene l'ammissibilità del rapporto pertinenziale tra due beni siano essi mobili o immobili.[18]

È configurabile, inoltre, un nesso pertinenziale tra un bene immobile a servizio o ad ornamento di un bene mobile come bene principale.[19] Il rapporto pertinenziale esiste quando il bene accessorio è connesso con quello principale senza essere parte integrante come un'unione materiale tale da perdere l'autonomia sia fisica che giuridica, essendo sufficiente soltanto un rapporto di vicinanza tra i beni[20]. Tra questi ultimi deve esistere un rapporto di complementarità funzionale che consiste nella possibilità che ha la cosa accessoria di accrescere il valore economico della cosa principale. Finalità che viene raggiunta anche attraverso un profilo "voluttuario ed estetico".[21]

Parte della dottrina, ritiene invero che il concetto di ornamento sia pleonastico venendo comunque in rilievo una "funzione di servizio… con rilevanza decorativa".[22]

Sotto il profilo soggettivo, è fondamentale che la destinazione di un bene a servizio o ad ornamento di un altro, provenga dalla volontà del proprietario o di altro titolare di diritti reali di destinare, in modo durevole, la cosa accessoria a servizio o ad ornamento del bene principale.[23]

---

[17] G. Tamburrino, voce "*Pertinenze"*, *cit.*, p. 553.

[18] Cass. civ. 02/03/2006 n. 4599, in GCM, 2006, 3; Cass. civ. 25/10/1991, n. 11390, in GCM 1991, p. 10.

[19] Il riferimento potrebbe essere, ad esempio, ad un capannone asservito ad un macchinario industriale. Cass. civ. 20/04/1197, in MFI, 1956, p. 224; P. Pollice, voce "*Pertinenze"*, *cit.*, p. 528.

[20] C.M. Bianca, *La proprietà*, *cit.*, p. 71; L. Contursi Lisi, *Le pertinenze*, Padova, 1952, p. 73.

[21] G. Tamburrino, voce "*Pertinenze", cit.*, p. 553.

[22] O.T. Scozzafava, *Dei beni*, *cit.,* p. 133.

[23] Cass. civ. 27/01/1986, n. 518, in RFI, 1986, voce "*Pertinenze*", n. 1.

La volontà di destinazione inoltre deve essere mantenuta da entrambi i proprietari dei beni ed è la *condicio sine qua non* per l'esistenza del rapporto pertinenziale.[24]

Controversa sia in dottrina che in giurisprudenza è la natura dell'atto di destinazione che può essere un atto negoziale o non negoziale.

La dichiarazione dei soggetti legittimati deve essere espressa ed è indispensabile sia per la nascita del vincolo pertinenziale[25] che per la sua cessazione.[26]

Nella maggior parte dei casi, però, per la costituzione della pertinenza, non si ricorre ad una dichiarazione espressa, attribuendosi rilevanza alla effettività della destinazione, considerata una dichiarazione tacita, finalizzata alla nascita del rapporto pertinenziale,[27] rientrante nella categoria degli atti giuridici in senso stretto,[28] in quanto comportamenti umani volontari e consapevoli a cui l'ordinamento collega effetti giuridici.[29]

3. La costituzione del rapporto pertinenziale

L'art. 817, 2° comma, del Codice civile individua come legittimato alla costituzione del rapporto pertinenziale il proprietario della cosa principale o un titolare di un diritto reale di godimento sulla cosa.

Non è pacifico in dottrina se il possessore possa essere titolare di un nesso pertinenziale[30] o meno. Infatti, il possessore ha una situazione di fatto temporanea e per questo, contrastante con le caratteristiche di durata e stabilità tipiche della pertinenza.[31]

---

[24] L. Contursi-Lisi, voce "*Pertinenze*", *cit.*, p. 1152.

[25] O.T. Scozzafava, *Dei Beni*, *cit.*, p. 132.

[26] G. Mirabelli, *L'atto non negoziale nel diritto privato italiano*, *cit.*, p. 205.

[27] O.T. Scozzafava, *Dei beni*, *cit.*, p. 133.

[28] G. Tamburrino, voce "*Pertinenze*", *cit.*, p. 550.

[29] F. Santoro-Passarelli, voce "*Atto giuridico*", in ED, IV, Milano, 1959, p. 204.

[30] O.T. Scozzafava, *Dei Beni*, *cit.*, p. 138.

[31] P. Pollice, voce "*Pertinenze*", *cit.*, p. 528; O.T. Scozzafava, Dei Beni, *cit.*, p. 140.

Il Codice civile non specifica se chi effettua l'atto di destinazione debba essere anche il proprietario della cosa principale e della pertinenza. La giurisprudenza ritiene necessaria l'appartenenza al medesimo soggetto di entrambi i beni[32] perché, se non fosse così, il rapporto tra il proprietario della cosa principale e quello della pertinenza sarebbe di carattere obbligatorio.[33]

Non vi è unanimità di vedute in dottrina, ritenendo alcuni che, anche quando vi sia una diversa titolarità del bene principale e di quello accessorio, sia possibile costituire una pertinenza,[34]mentre, in una diversa prospettiva si sostiene che il collegamento funzionale tra due beni possa essere disposto soltanto dal proprietario di entrambi.[35]

4. Il regime circolatorio delle pertinenze

L'art. 818, I comma del Codice civile, recita che "gli atti e i rapporti giuridici che hanno per oggetto la cosa principale comprendono anche le pertinenze",[36] anche se queste ultime sono caratterizzate da un'autonomia giuridica che ne consente la circolazione con separati atti giuridici, potendo essere oggetto di autonomi procedimenti esecutivi,[37] secondo l'art. 818, II comma, C.c.

Questa regola, che estende alla pertinenza tutte le disposizioni giuridiche che riguardano la cosa principale, fa sì che l'effetto

[32] Cass. civ. 10/06/2011, n. 12855, in GCM, 2011, 9, p. 1197.

[33] Cass. civ. 29/09/2005, n. 19157, in GCM, 2005, pp. 7-8.

[34] L. Contursi Lisi, voce "*Pertinenze*", *cit.*, p. 1149.

[35] R. Albano, voce "*Pertinenze*", *cit.*, p. 3.

[36] Questa regola la ritroviamo in tema di legato, dove all'art. 667 C.c. recita che la cosa legata deve essere consegnata al legatario con le sue pertinenze, nello stato in cui si trova alla morte del *de cuius*, così come nell'usufrutto che si deve estendere a tutte le accessioni della cosa, secondo l'art. 983, I comma, C.c.

Anche nella vendita, la cosa venduta deve essere consegnata con tutte le sue pertinenze, così come in materia di affitto, dove il locatore ha l'obbligo di consegnare la cosa con tutte le sue pertinenze.

Nell'ipoteca anche il bene mobile diventa oggetto di essa se è pertinenza di un bene immobile ipotecato *ex* art. 2810, n. 1, C.c., così come nell'esecuzione forzata, il pignoramento comprende anche le pertinenze *ex* art. 2912, C.c.

[37] O.T. Scozzafava, *Dei beni*, *cit.*, p. 149.

dispositivo abbia lo stesso contenuto in relazione ad entrambi i beni[38] ed è confermata dal III comma dell'art. 818 C.c., secondo cui la cessazione del rapporto pertinenziale non può opporsi a chi ha acquistato i diritti sulla cosa principale precedentemente alla stessa cessazione. Regola che si fonda sull'agire dei privati[39] e sulla legge.[40]

Il legislatore all'art. 818 C.c. fa riferimento in modo ampio ai rapporti ad effetti reali e di natura obbligatoria, agli atti giuridici in senso stretto ed a quelli di disposizione della cosa ed in ultimo anche al possesso.[41]

Per quanto riguarda il possesso, bisogna verificare se attraverso un acquisto a titolo originario (usucapione) del bene principale, si acquisti anche la pertinenza. La dottrina, a tal proposito, adotta una soluzione positiva pur se con qualche contraddizione alla luce dell'autonomia dei singoli beni collegati. Se manca il potere di fatto sulla cosa accessoria cesserà ogni rapporto funzionale tra i due beni ed in questo caso la vicenda acquisitiva del bene principale non coinvolgerà la pertinenza.[42]

La pertinenza, secondo l'art. 818, II comma, C.c., ha un regime di circolazione autonomo dalla cosa principale, quindi, le parti possono far cessare liberamente il vincolo che lega entrambe le cose.

Quando viene meno la connessione materiale e strutturale tra il bene principale e quello accessorio per il perimento di anche uno soltanto di questi ultimi o della loro inidoneità[43] cessa il rapporto

---

[38] Troviamo l'applicazione della regola all'art. 667 C.c., quando la cosa oggetto di un legato deve essere consegnata al legatario con le sue pertinenze, così come all'art. 983, I comma, C.c., quando dice che l'usufrutto deve estendersi a tutte le pertinenze e all'art. 1477 C.c. nel prevedere che la cosa venduta deve essere consegnata con tutte le pertinenze e nell'ipoteca, all'art. 2810 n. 1, quando la estende al bene mobile, pertinenza di un bene immobile ed infine secondo l'art. 2912 C.c., durante una esecuzione forzata, vengono pignorate anche le pertinenze. A. Astone, *cit.*, pp. 262-263.

[39] M. Costantino*, Le pertinenze*, in *Trattato Rescigno*, 7, Torino, 1982, p. 58.

[40] O.T. Scozzafava, *Dei Beni*, *cit.*, p. 145.

[41] B. Biondi*, I beni*, in *Trattato Vassalli*, 2° ed., Torino, 1956, p. 124.

[42] O.T. Scozzafava, *Dei Beni*, *cit.*, p. 148.

[43] G. Tamburrino, voce *"Pertinenze"*, *cit.*, p. 558.

pertinenziale.

Altra causa di cessazione del vincolo pertinenziale è il mutamento definitivo della situazione di fatto ad opera del titolare del bene principale, rendendo quindi incompatibile il vincolo,[44] non rilevando un cambiamento temporaneo come una utilizzazione temporanea del bene da parte di terzi.[45]

Analizzando il regime giuridico delle pertinenze, si può individuare nel rapporto pertinenziale una natura reale, poiché la cosa principale e le pertinenze sono sottoposte al medesimo regime e questo vincolo può essere opposto *erga omnes*[46] con la deroga di fare salvi i diritti preesistenti sulla cosa prima della destinazione a pertinenza. La realità non può fondarsi sul fatto di creare una nuova *res* con la nascita del rapporto pertinenziale perché non siamo di fronte ad un bene giuridico unitario.

5. La rilevanza del vincolo pertinenziale nel Diritto tributario

Dopo aver inquadrato l'istituto della pertinenza nella sua naturale collocazione civilistica, è nostra intenzione, adesso, affrontare e tentare di esaminare, sia pure in sintesi, la nozione di pertinenza ai fini fiscali e il rapporto fra pertinenza e cosa principale ai fini della valutazione della sussistenza delle condizioni per fruire delle agevolazioni previste per la prima casa.

Orbene, l'analisi sopra svolta ha inteso esaminare, da una prospettiva civilistica, il rapporto di complementarietà funzionale ed economico-giuridica che deve sussistere fra il bene principale e la pertinenza. In realtà, il vincolo pertinenziale, anche ai fini tributari, prevede l'esistenza di due requisiti: la destinazione del bene pertinenziale al servizio o ad ornamento del bene principale (c.d.

[44] A. Astone, *Le pertinenze*, *cit.*, p. 819.

[45] C.M. Bianca, *La proprietà*, *cit.*, p. 77.

[46] G. Tamburrino, voce "*Pertinenze*", *cit.*, p. 559; R. De Martino, *Della proprietà*, *cit.*, p. 54.

elemento oggettivo) e la volontà del titolare del diritto reale sulla cosa principale di mantenere tale destinazione (cd. requisito soggettivo).

In questa direzione, la Corte di Cassazione, con l'ordinanza n. 17883/2022, ha affermato che la nozione di pertinenza deve essere tratta da quella generale indicata dall'art. 817 C.c., per cui il bene avente natura pertinenziale deve essere *funzionalmente* collegato al bene principale (insuscettibile di autonoma e separata disciplina) ed ha ribadito "che la nozione di pertinenza ai fini della esclusione del relativo autonomo assoggettamento ad imposta, si fonda su un accertamento rigoroso dei presupposti di cui all'art. 817 C.c. ossia della destinazione effettiva e concreta della cosa al servizio od ornamento di un'altra e su uno soggettivo, consistente nella volontà di dar vita ad un vincolo di accessorietà durevole, restando peraltro irrilevanti le risultanze catastali, aventi una valenza meramente formale (per questa affermazione di principio v., tra altre, Sez. 5, Sentenza n. 27572 del 30/10/2018; Sez. 5, Sentenza n.18470 del 21/09/2016)". Nell'accoglimento del ricorso proposto dal contribuente, la Suprema Corte ha stabilito che "ai fini dell'accertamento del vincolo di pertinenza e, quindi, dell'operatività dell'art. 2 del D.lgs. n. 504 del 1992, il contribuente è tenuto a dimostrare la sussistenza dei presupposti, oggettivo e soggettivo, di cui all'art. 817 C.c., trattandosi di una deroga alla regola generale di imposizione (Cass. n. 13606 del 2018; v. anche Cass. n. 18470 del 2016)".

Orbene, anche in materia tributaria ciò che rileva è, pertanto, l'effettiva e concreta destinazione della cosa al servizio o ad ornamento del bene principale, in virtù di una relazione implicante aspetti soggettivi e oggettivi riferibili alla volontà dell'avente diritto[47] di mantenere la destinazione del bene pertinenziale ad un rapporto di funzionalità con il bene principale.[48] Spetta, dunque, al Giudice di merito – per espressa indicazione da parte della Suprema Corte –

[47] In tal senso cfr. Cass. nn. 4892/2014, 14468/2014 e 8073/2020.

[48] Cfr. Cass. n. 20911/2021.

accertare l'esistenza del vincolo scaturente *ex* articolo 817 C.c. e, di conseguenza, verificare l'autonomia fisica, funzionale ed economica della *cosa* rispetto al *bene* principale e valutare gli ulteriori elementi, provati dal titolare in giudizio, che la stessa sia *effettivamente* al servizio o ad ornamento del bene principale.[49] Ne consegue che, in base al principio del riparto dell'onere della prova, deve essere il contribuente, a fronte dell'accertamento da parte dell'Agenzia delle Entrate volto a negare l'esistenza del vincolo pertinenziale e dei benefici fiscali connessi, a dimostrare e documentare l'esistenza di tale vincolo e, pertanto, l'operatività dell'articolo 2 del D.lgs. 504/1992.

La destinazione, pertanto, genera un vincolo in virtù del quale la pertinenza viene *subordinata*[50] alla cosa principale, fermo restando che non tutti i beni in senso giuridico sono cose, secondo la sempre attuale *lectio* pugliattiana. Il rilievo appare opportuno in quanto oggi la nuova dimensione digitale dell'economia è caratterizzata da beni immateriali e servizi, che non presentano certamente i caratteri delle *res corporales*.

In definitiva, tra bene e cosa sussiste un rapporto di genere a specie, laddove le cose rappresentano il genere e i beni la specie e, a proposito della verifica dell'esistenza del rapporto pertinenziale, veniva chiarito che "questo rapporto presuppone un termine primo: la cosa principale, rispetto al quale, in virtù della destinazione, un'altra cosa diviene pertinenza, si lega, cioè, alla principale e ne segue le sorti".[51] Cercheremo, a questo punto, di capire quali siano le principali questioni di interesse che sovente generano un copioso contenzioso soprattutto con riferimento al trattamento fiscale della cosa accessoria o pertinenziale, rispetto a quella principale soprattutto nel caso di agevolazioni sulla prima casa.

---

[49] Fra tutte si vedano Cass. nn. 13606/2018 e 13742/2019.

[50] Si chiarisce che la subordinazione è in senso giuridico per cui è la cosa principale che decide della disciplina giuridica della cosa accessoria o pertinenziale.

[51] Così S. Pugliatti, *op. cit.*, p. 300. (citare per esteso l'opera).

6. Le agevolazioni “prima casa” e il regime delle pertinenze

Come sopra rilevato, l'atto di trasferimento della cosa principale attrae anche il bene accessorio; in questa direzione il legislatore tributario, in particolare, ha disciplinato il trasferimento delle pertinenze nella Legge di Registro (D.P.R. n. 131/1986), alla nota II-bis,[52] Parte Prima, allegata al T.u.r. ove ha affermato che: ” Le agevolazioni di cui al comma 1, sussistendo le condizioni di cui alle lettere a), b) e c) del medesimo comma 1, spettano per l'acquisto, anche se con atto separato, delle pertinenze dell'immobile di cui alla lettera a). Sono ricomprese tra le pertinenze, limitatamente ad una per ciascuna categoria, le unità immobiliari classificate o classificabili nelle categorie catastali C/2, C/6 e C/7, che siano destinate a servizio della casa di abitazione oggetto dell'acquisto agevolato”. E, pertanto, nell’ipotesi in cui il contribuente richieda le agevolazioni per la prima casa, la tassazione agevolata che riguarda la cosa principale si estende anche al trasferimento del bene pertinenziale limitatamente ad una sola pertinenza per ciascuna categoria catastale, con riferimento alle unità immobiliari classificate o classificabili nelle categorie catastali C/2 (magazzini e locali di deposito), C/6 (stalle, scuderie rimesse e autorimesse) e C/7 (tettoie chiuse o aperte), che siano destinate a servizio o ad ornamento della casa di abitazione oggetto dell'acquisto agevolato. Ai fini del riconoscimento delle agevolazioni per l'acquisto della prima casa (nota II-bis all'art. 1, TP1 allegata al T.u.r. - DPR 131/86), la Corte di Cassazione[53] ha stabilito che la nozione civilistica di pertinenza *ex* art. 817 C.c. è sovrapponibile a quella fiscale, tuttavia, l’esatta coincidenza fra la normativa civilistica e fiscale non esclude l’insorgere di numerose questioni di ordine pratico quali, ad esempio, quella relativa all’ubicazione delle pertinenze rispetto al bene principale.

[52] In vigore dal 1° gennaio 2025 per effetto dell’entrata in vigore della Legge del 30/12/2024, n. 20.

[53] Cfr. Cass. 24/01/2024, n. 2351.

6a) Ubicazione delle pertinenze

Piuttosto controversa è la questione relativa alla distanza fra la pertinenza ed il bene principale al fine di godere dell'agevolazione che ci occupa. In realtà l'orientamento interpretativo non è univoco in quanto è stata ritenuta priva di rilievo la circostanza che i due beni siano distanti fra loro non essendo necessario, al fine della sussistenza del rapporto pertinenziale, che siano adiacenti o connessi,[54] purché addirittura siano ubicati nello stesso Comune.[55] Più di recente[56] la Suprema Corte, nel medesimo solco interpretativo, ha ribadito il superamento del requisito della contiguità facendo prevalere l'*utilità* del bene pertinenziale rispetto a quello principale e ritenendo, invece, necessario non un collegamento di tipo fisico/materiale rispetto alla *res principalis*, piuttosto economico-funzionale, come ad esempio nel caso del garage (sovente distante dal bene principale a causa dell'intasamento urbanistico).

Secondo l'interpretazione fornita dall'Agenzia delle Entrate, invece, un'autorimessa distante 1,3 chilometri da un'abitazione non può essere considerata come pertinenza dell'abitazione stessa, in mancanza di altri indici oggettivi che dimostrino l'utilità arrecata dal preteso bene servente al bene principale. Infatti, il rapporto pertinenziale, secondo l'Agenzia, è concepibile se ne deriva un vantaggio per il bene principale e non è, invece, rilevante il vantaggio che il bene servente arrechi al proprietario del bene principale. L'Amministrazione finanziaria, in risposta ad un interpello,[57] ha affermato che la pertinenza è tale se arreca oggettiva utilità al bene principale e non al suo proprietario e che la relativa prova compete al contribuente, la quale deve essere "valutata con maggior rigore

[54] In tal senso Cassazione 10 gennaio 1972, n. 60, Foro it., Rep. 1972, v. Pertinenze, n. 4; 8 marzo 1976, n. 780, ivi, 1976, v. Pertinenze, n. 4; 15 aprile 1982, n. 2280, ivi, 1982, v. Pertinenze, n. 1.

[55] CNN-Commissione Studi tributari, studio n. 397 bis del 1° febbraio 1996.

[56] Cass. civ., Sez. VI – 5, ordinanza 24 febbraio 2021, n. 5050, e Cass. n. 13742/2019.

[57] Si veda risposta a interpello n. 33 del 19/01/2022.

rispetto alla prova richiesta nei rapporti di tipo privatistico". Prosegue in senso restrittivo l'Agenzia stabilendo che vi deve essere "prossimità" tra il bene servente e il bene principale, affinché il bene accessorio possa accrescere durevolmente e oggettivamente l'utilità dell'abitazione principale.

In definitiva, riteniamo che la valutazione ultima debba essere svolta dal Giudice di merito il quale non deve limitarsi a verificare la sussistenza di un collegamento materiale fra la *res principalis* e quella pertinenziale, rimovibile ad libitum, ma – sulla base degli elementi prodotti dal ricorrente – deve verificare la sussistenza di reali esigenze di asservimento che giustifichino un'attenuazione del prelievo.

7. Riflessioni conclusive

Orbene, al fine di valutare la spettanza delle agevolazioni fiscali per la prima casa la nozione di pertinenza ai fini tributari non si discosta sostanzialmente da quella civilistica. Proprio per meglio delimitare il quadro d'indagine, abbiamo ritenuto di dover anteporre all'analisi tributaria, un inquadramento civilistico dell'istituto considerato che la nozione di pertinenza è una ed è quella civilistica. Come abbiamo tentato di dimostrare, l'interpretazione restrittiva dell'Agenzia delle Entrate – ai fini della fruizione dell'agevolazione per l'acquisto della prima casa – riconducibile ad un'elencazione tassativa e chiusa, cioè limitata ai soli beni classificati nelle categorie catastali C/2, C/6 e C/7, non è coerente né con la normativa di riferimento (entrata in vigore il 1° gennaio 2025), né tantomeno con il consolidato orientamento della Corte di Cassazione. L'evidente contrasto fra l'interpretazione giurisprudenziale e la prassi (consolidata), degli Uffici che ammette l'agevolazione per la pertinenza che sia classificata o classificabile nelle categorie catastali C/2, C/6 e C/7, non produce altro effetto se non quello di ingenerare un corposo proliferare delle liti. Spetta, dunque, al Giudice di merito, chiamato a decidere sulle questioni

relative all'applicabilità del regime agevolativo previsto per la prima casa, porsi con prudenza fra la condotta dell'Agenzia delle Entrate (che subordina l'agevolazione all'appartenenza in una delle categorie catastali sopra elencate ed alla circostanza che le aree scoperte siano graffate con l'abitazione principale) e l'orientamento, maggiormente oculato ed equilibrato, della giurisprudenza che prescinde dall'accatastamento, per concentrarsi sul giudizio di fatto "costituito dalla destinazione concreta ed effettiva della pertinenza a servizio o ad ornamento della cosa principale"[58] e sull'esistenza di un vincolo non di tipo fisico/materiale, bensì di natura economico/funzionale fra i due beni.

Ciò che, ai fini tributari, caratterizza la pertinenza fiscale rispetto a quella civilistica è la connotazione della durevolezza della cosa pertinenziale a servizio o ad ornamento della *res principalis*, essendo fiscalmente necessaria la riferibilità e sola destinazione (non necessariamente durevole) al servizio/ornamento del bene principale.

Sarebbe importante, al fine di tutelare la certezza del diritto, ed evitare il proliferare di ipotesi di obiettiva incertezza, evitare tali contrasti interpretativi che giungono copiosi nelle Aule dove si esercita (con tante difficoltà) la Giustizia tributaria e tentare di assumere una posizione univoca che metta un punto fermo alla questione, peraltro normativamente chiara e, soprattutto, non alimenti sterili contenziosi.

[58] Così Cass. 13 luglio 2007, n. 15739.

Le crypto-asset: Quadro regolamentare comunitario e nazionale aggiornato (Crypto assets: Updated EU and national regulatory framework)

di **Emanuela Di Rauso**

Dottoranda di ricerca in Imprenditorialità e Innovazione - Dipartimento di Economia - Università degli Studi della Campania ‘‘Luigi Vanvitelli’’

ABSTRACT

This research paper through a careful review of the academic literature aims to respond, albeit not yet exhaustively, due to the few elements present on the subject to some critical regulatory issues on the updated EU and national regulatory framework of crypto-assets in Italy. In particular, it goes through the following papers, arguments: It examines the OECD consultation paper on crypto-assets unshell and crypto-assets, the tax regime of crypto assets, the IRPEF taxation of crypto assets, the taxation of crypto assets in business income, territoriality of income from crypto assets, criticalities of crypto assets in business income up to the taxation of crypto assets in Italy and recent regulations.

SINTESI

Il presente lavoro di ricerca attraverso una revisione attenta della letteratura accademica vuole rispondere seppur non ancora in maniera esaustiva, a causa dei pochi elementi presenti sull’argomento ad alcune criticità regolamentari sul quadro regolamentare comunitario e nazionale aggiornato delle crypto- asset in Italia. In modo particolare, passa per i seguenti elaborati,

argomentazioni: Esamina il documento di consultazione OCSE sul crypto-asset unshell e i crypto-asset, il regime fiscale delle crypto attività, la tassazione IRPEF delle crypto attività, la tassazione delle crypto attività nel reddito d'impresa, territorialità dei redditi derivanti dalle crypto attività, criticità delle crypto attività nel reddito d'impresa fino ad arrivare alla fiscalità delle crypto attività in Italia e le recenti normative.

SOMMARIO

1. Metodologia, Criterio di Ricerca, Fonti e domanda di ricerca*1.1. Introduzione1.2. Come nasce e come viene regolamentato il primo strumento crypto? "Le cryptovalute", Cenni introduttivi1.3. Il regime fiscale delle cripto-attività1.4. La tassazione IRPEF delle crypto attività1.5. La tassazione delle cripto-attività nel reddito d'impresa* - **2**. Criticità delle crypto-attività nel reddito d'impresa - *2.1. Territorialità dei redditi derivanti dalle crypto-attività* - *2.2. Fiscalità delle crypto-asset in Italia e le recenti normative* - *2.3. Risultati di ricerca e conclusioni*

1. Metodologia, Criterio di Ricerca, Fonti e domanda di ricerca

La metodologia utilizzata per il seguente lavoro è la revisione sistemica della letteratura, prendendo in considerazione le fonti dall'anno 2021 ad oggi. Le banche date utilizzate sono: Juris, Researchgate, Scopus, Google Scholar. Inoltre, sono state prese in considerazione molti testi presenti presso la biblioteca dell'Università degli Studi della Campania ''Luigi Vanvitelli''. Le parole chiave di ricerca sono state: - Politiche fiscali verdi - Green taxes - imposte ambientali - SAD (Sussidi ambientalmente dannosi).

La revisione sistemica della letteratura è stata svolta in questo modo:

1) Raccolta degli articoli attraverso le banche dati;

2) Attenta analisi degli articoli;

3) Messa in evidenza tutte le componenti che forniscono una panoramica chiara per poter rispondere in modo esaustivo alle domande di ricerca poste nel corso del seguente lavoro

Le domande di ricerca poste sono le seguenti:

1) Come nasce, come viene regolamentato e come si pensa di evolvere la regolamentazione delle crypto-attività in Italia e non?

2) Quali sono e come si pensa di risolvere le criticità relative delle crypto-attività nel reddito d'impresa?

3) Come avviene e come si può migliorare la tassazione IRPEF delle crypto-attività?

Il lavoro attraverso una revisione attenta dei regolamenti già presenti, cerca di rispondere alle domande di ricerca e cerca inoltre di offrire "Possibili soluzioni" alla regolamentazione delle crypto-attività. Lo scopo di questo lavoro di ricerca è quello, infatti di trovare un'equa regolamentazione nell'ambito delle fiscalità delle crypto-attività, per ora in Italia; ma con lo scopo di estendere in futuro o almeno di utilizzare come margine di paragone anche la regolamentazione di altri Stati.

1.1. Introduzione

Per comprendere al meglio l'evoluzione dei *crypto-asset*, come sono nati e in che maniera si sono diffusi, può essere utile avere una prima impressione di cosa siano questi strumenti. Occorre, quindi, muovere i passi dalla definizione che nel 2019 ne ha dato Banca d'Italia: «il *crypto-asset*[1] è un nuovo tipo di attività registrata in forma digitale e resa possibile dall'uso della crittografia che non è e non

[1] N. SCHMIDT - J. BERNSTEIN - S. RICHTER - L. ZARLENGA (Eds.), "*Taxation of Crypto Assets".* 2021, Wolters Kluwer.

intende rappresentare un credito o un debito finanziario di un'entità identificabile. L'emergere dei *crypto-asset* è stato facilitato dalle tecnologie a registro distribuito (DLT). Una caratteristica distintiva è la mancanza di un credito o debito sottostante, cosa che rende estremamente volatili e speculativi questi *asset*». Gli aspetti caratteristici di questa tipologia di attività, dunque, sono il loro basarsi sulle Tecnologie a Registro Distribuito, di seguito DLT (dall'inglese *Distributed Ledger Technology*), e il loro non essere collegate ad un credito o ad un debito. Un ulteriore elemento importante nella definizione fornita, che ci permette di iniziare a delineare il percorso di nascita e sviluppo dei *crypto-asset*, è l'utilizzo della crittografia. L'idea iniziale degli strumenti *crypto*, infatti, viene diffusa tramite la mailing list di un sito di appassionati di crittografia ("The Cryptography Mailing List"). Nel 2008 viene inviato agli iscritti un documento in cui si propone una nuova modalità di gestione delle transazioni, firmato da un autore con lo pseudonimo di Satoshi Nakamoto: "Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System". Alla base del lavoro di Nakamoto c'è la volontà di creare un sistema di transazioni senza intermediari istituzionali o bancari, con una moneta decentralizzata, e che garantisca l'anonimato. Bisogna sottolineare, d'altronde, come la nascita dei Bitcoin avvenga durante il picco della crisi finanziaria del 2008, subito dopo il fallimento di Lehman&Brothers, un periodo in cui la fiducia verso il sistema bancario era messa a dura prova. Qualche mese dopo la diffusione del suo studio, nel gennaio 2009, Nakamoto ha rilasciato la prima piattaforma open-source, chiamata anch'essa Bitcoin, per le transazioni delle nuove criptovalute, coniando contestualmente un primo blocco di 50 Bitcoin. Il termine "coniare", in realtà, non è propriamente corretto quando ci si riferisce a delle criptovalute. In luogo di "emettere" o "coniare", legati alle monete tradizionali, in riferimento alle criptovalute si utilizza il termine *mining* (minare). Le criptovalute, infatti, si basano sulla memorizzazione delle transazioni finanziarie in una serie di banche dati pubbliche, denominate

“blocchi”. Per garantire un’evoluzione del sistema, è necessario aggiungere costantemente nuovi blocchi per registrare nuove transazioni; la loro generazione è chiamata *mining*. I *miner* si occupano di trovare, tramite la risoluzione di algoritmi, il codice che permette il completamento di un blocco, venendo remunerati tramite criptovalute. Si stima che Satoshi Nakamoto abbia minato circa 1 milione di Bitcoin prima di abbandonare il progetto, lasciandolo a Gavin Andresen, da allora “volto pubblico” di Bitcoin. Vengono riassunte di seguito le tappe principali che hanno costituito il percorso di questa criptovaluta:

- maggio 2010 ha avuto luogo la prima transazione[2] documentata in cui una criptovaluta è stata utilizzata come mezzo di pagamento, con l’acquisto di due pizze per 10.000 bitcoin (ad agosto 2022, effettuare lo stesso acquisto allo stesso prezzo vorrebbe dire pagare una cifra superiore ad un miliardo di euro per una pizza);
- a febbraio del 2011 viene raggiunta la parità di cambio tra Bitcoin e Dollaro U.S.A.; nel giugno 2011 VISA e PayPal bloccano i pagamenti alla piattaforma WikiLeaks che, in risposta, annuncia l'intenzione di accettare donazioni sotto forma di bitcoin;
- nell'ottobre 2013 il Federal Bureau of Investigation arresta il creatore del marketplace “Silk Road”, all’interno del quale venivano venduti beni e servizi illegali in cambio di criptovalute, confiscando e mettendo all’asta 144mila Bitcoin, diffondendoli così tra un pubblico più ampio;
- nel febbraio 2014, Mt. Gox, la più grande piattaforma di scambio di Bitcoin dell'epoca (il 70% di tutto il trading di Bitcoin avveniva qui), ha presentato istanza di fallimento a Tokyo, dopo aver apparentemente perso 850 mila Bitcoin;
- l 17 dicembre 2017 il Bitcoin raggiunge il valore di 20 mila dollari, facendo crescere l’interesse e l’entusiasmo del pubblico verso la moneta digitale; dopo una così rapida ascesa di valore, avvenne il

[2] D. VIDAL-TOMÁS, *“Transitions in the cryptocurrency market during the COVID19 pandemic: A network analysis”,* 2021, Finance research letters.

cosiddetto “Great Bitcoin Crash”:

- il 22 dicembre 2017, il Bitcoin perse il 45% del suo valore, dimostrando la sua elevata volatilità; all’inizio del 2018, la valuta perse un ulteriore 12% in seguito alle voci di una messa al bando del trading di criptovalute da parte del governo della Corea del Sud e a seguito del furto di Bitcoin subito da Coincheck (un mercato di criptovalute) per l’equivalente di 530 milioni di dollari da parte di un hacker;
- il 7 marzo 2018, la maggiore borsa di scambio di criptovalute, Binance, annunciò l’irregolarità di alcune transazioni avvenute, bloccando le contrattazioni;
- il prezzo del Bitcoin a novembre 2018 è circa di 5 mila dollari; nel 2020, l’avvento della Pandemia da Covid-19 ha segnato un punto cruciale nell’evoluzione del Bitcoin, che raggiunse livelli mai registrati in precedenza. L’effetto positivo della Pandemia sulle criptovalute è legato sia alle misure restrittive di contenimento che hanno costretto le persone a casa, con più tempo a disposizione per coltivare i propri interessi (tra cui anche il mondo *crypto*), sia ai sussidi concessi dai governi per alleviare le perdite subite, talvolta indirizzati anche a fasce della popolazione che non ne avevano bisogno e che hanno potuto impiegarli in altri modi. Questo “effetto Covid” sul Bitcoin può essere ben espresso da un dato: il mercato dei Bitcoin è passato da una capitalizzazione stimata di circa 100 miliardi di dollari a fine 2018, anno del “Great BitcoinCrash”, ad una capitalizzazione stimata di 1.000 miliardi di dollari a fine 2021, registrando il prezzo massimo di 64 mila dollari. Durante questa evoluzione, di cui sono state riportate in breve le tappe fondamentali, le autorità di regolamentazione di tutto il mondo hanno cominciato a studiare il Bitcoin, sia in qualità di valuta alternativa sia in qualità di asset, e a sviluppare dei primi tentativi di regolamentazione, attraverso l’analisi dei i suoi cicli di ascesa e crisi, al fine di proteggere gli investitori dalla grande volatilità che lo contraddistingue. Un lavoro pioneristico, in tal senso, è stato condotto dagli Stati Uniti, attraverso l’impegno

congiunto della Securities and Exchange Commission (SEC) e della Commodities and Futures Trading Commission (CFTC). La valutazione effettuata dalle autorità americane, infatti, ha sancito come le criptovalute, in base al Commodity Exchange Act (CEA), debbano essere ricomprese nella stessa sfera delle commodities, ossia i beni di scambio, rientrando in questo modo nell'area di competenza della CFTC. Uno sforzo significativo, inoltre, è stato portato avanti dal Dipartimento di Giustizia degli Stati Uniti per combattere il fenomeno del riciclaggio di denaro e contrastare il finanziamento del terrorismo realizzati nell'anonimato delle criptovalute. I rischi di attività illecite perpetrati attraverso il mondo *crypto*, in realtà, sono stati segnalati anche da autorità europee, come riporta l'Unità per l'Informazione Finanziaria per l'Italia (UIF) della Banca d'Italia nella sua informativa "Utilizzo anomalo di valute virtuali": "L'utilizzo delle valute virtuali può esporre a rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo, come messo in evidenza da Autorità internazionali ed europee, quali il Gruppo d'Azione Finanziaria Internazionale (Financial Action Task Force, FATF), l'Autorità Bancaria Europea (European Banking Authority, EBA) e la Banca Centrale Europea (European Central Bank, ECB). Le operazioni effettuate con valute virtuali avvengono prevalentemente online, fra soggetti che possono operare in Stati diversi, spesso anche in Paesi o territori a rischio. Tali soggetti non sono facilmente individuabili ed è agevolato l'anonimato sia di coloro che operano in rete, sia dei reali beneficiari delle transazioni. I prestatori di attività funzionali all'utilizzo, allo scambio e alla conservazione di valute virtuali e alla loro conversione da/in valute aventi corso legale non sono, in quanto tali, destinatari della normativa antiriciclaggio e quindi non sono tenuti all'osservanza degli obblighi di adeguata verifica della clientela, registrazione dei dati e segnalazione delle operazioni sospette. Tale circostanza può rendere appetibile lo strumento virtuale per coloro che intendono porre in essere condotte criminali e non agevola le attività di prevenzione e contrasto". Nonostante questo rischio, tuttavia, paesi come gli Stati

Uniti, l'Italia, il Giappone e gli altri stati europei hanno scelto di non vietare le criptovalute e le loro transazioni. Continuano da parte delle autorità di queste nazioni, infatti, le attività di studio e controllo di questa innovazione. Una maggiore chiarezza normativa sullo status di questi strumenti, d'altra parte, ha contribuito a sviluppare un maggior interesse da parte dei risparmiatori e da parte delle istituzioni finanziarie private, che da un atteggiamento di ostruzionismo e sospetto iniziale hanno cominciato a studiare strategie e strumenti per entrare nel mercato tramite derivati, fondi indicizzati e altri mezzi. Questo sviluppo di un maggiore interesse, a seguito di una, seppur primordiale, regolamentazione da parte dei governi, ha generato la speranza e, sotto un certo punto di vista, l'aspettativa di una maturazione del settore, prevedendo una diminuzione della volatilità data da un maggiore volume di capitali[3] e da un numero crescente di partecipanti. Peculiare e pioneristico, infine, è l'approccio di El Salvador. Il governo salvadoregno, infatti, ha deciso di considerare il Bitcoin come una moneta legale, affiancandola alla sua valuta sovrana. La decisione, tuttavia, ha portato il paese ad una crisi fiscale, aumentando il rischio di default. C'è da considerare, d'altronde, che un paese scarsamente sviluppato come El Salvador non presenta servizi relativi alla negoziazione di criptovalute; per tale ragione la circolazione dei Bitcoin è stata relativamente scarsa. Diversamente si è mossa, invece, la Cina che ha proceduto gradualmente a mettere fuori legge nel 2021 il Bitcoin, proponendo al suo posto una Central Bank Digital Currency (CBDC), la e-CNY o Digital Renminbi (digital RMB), soprannominata "Yuan Digitale". Il CBDC è una valuta digitale emessa da una banca centrale, che differisce da una criptovaluta proprio per la sua natura centralizzata legata alla banca che la emette. Nonostante l'ipotesi di creare una valuta digitale nazionale fosse da tempo oggetto di analisi anche di altri paesi, la Cina è stata la prima nazione ad introdurla tramite la People's Bank Of China

[3] Si veda A. Marinello, *"Redditi di capitale e diversi di natura finanziaria"*. 2020 G. Giappichelli Editore - Torino, pp. 26-69.

(PBOC). La PBOC, d'altronde, è sempre stata all'avanguardia nello studio delle CBDC, avendo dato incarico già nel 2014 ad un comitato di esperti di studiare la possibilità di introdurre una valuta fiat digitale, analizzando le eventuali modalità di emissione e le tecnologie necessarie alla sua circolazione. A seguito delle valutazioni effettuate, all'inizio del 2016, la PBOC si è posta l'obiettivo ufficiale di lanciare una CBDC, visti i conseguenti possibili miglioramenti al sistema finanziario e dei pagamenti. Le valute fiat digitali[4], infatti, dovrebbero eliminare i costi legati all'emissione, alla stampa e al trasporto e gestione delle banconote cartacee. Successivamente, i mercati delle criptovalute sono stati oggetto di una ingente speculazione, che ha visto una crescita esponenziale delle Initial Coin Offering (ICO), il metodo con cui le aziende raccolgono capitali tra il pubblico per finanziare un progetto (paragonabile all'Initial Public Offering). La PBOC, su questo fronte, si è mossa rapidamente vietando tutte le ICO nel settembre 2017, in modo che la sola valuta digitale a poter circolare fosse quella emessa o regolamentata dalla banca centrale cinese. A seguito di alcuni anni di lavoro e studio, anche in collaborazione con i principali attori del sistema finanziario, nell'aprile 2020 la PBOC ha annunciato l'avvio di un periodo di prova dello e-CNY in quattro città (Chengdou, Shenzhen, Suzhou e Xiong'an). Solo alcuni mesi dopo, a novembre 2020, il governatore della banca centrale Gang Yi dichiarò che erano già state effettuate 4 milioni di transazioni con la nuova moneta digitale, per un totale di 2 miliardi di Renmimbi (equivalenti a circa 300 milioni di Dollari). Successivamente, da gennaio 2022, l'applicazione di messagistica WeChat ha cominciato ad accettare pagamenti nella moneta digitale cinese, come anche il gigante dell'elettronica JD.com e quello del trasporto privato Didi Chuxing. Le Olimpiadi Invernali, svoltesi a Pechino nel febbraio del 2022, inoltre, hanno permesso alle autorità cinesi di verificare

[4] Si faccia riferimento a F. Gallio, G. Giora, *"Criptovalute, NFT e altri assets digitali in attesa dell'inquadramento giuridico e fiscale"* 2022. Commercialista telematico.

l’impatto della moneta digitale e-CNY anche sui visitatori stranieri, sia fornendogli l'applicazione mobile e le carte di pagamento, sia permettendogli di convertire le banconote straniere in e-CNY presso degli appositi sportelli automatizzati. La moneta convertita poteva essere, poi, spesa nei minimarket all'interno del Villaggio Olimpico e nei negozi delle stazioni ferroviarie vicine agli eventi sportivi. In contemporanea, la PBOC si adoperò affinché lo sviluppo della CBDC fosse in linea con le disposizioni di legge che disciplinavano la moneta nazionale. Lo sforzo della banca centrale portò, dunque, ad una revisione della “Legge della Banca Popolare Cinese”, a seguito della quale si introdusse la previsione per cui il Renmimbi potesse essere sia in forma fisica che in forma digitale.

1.2. Come nasce e come viene regolamentato il primo strumento crypto? “Le cryptovalute”, Cenni introduttivi

L’obiettivo è fornire una panoramica delle nuove norme, tenendo conto della recente prassi dell’Agenzia delle Entrate. Attraverso questo approfondimento, si intende agevolare la comprensione delle nuove regole che disciplinano la tassazione[5] dei redditi delle cripto-attività, fornendo un contributo costruttivo al fine di facilitare la compliance da parte di contribuenti e operatori del settore. Difatti, molte questioni interpretative sono state affrontate dalla suddetta prassi, mentre altre restano ancora aperte e potrebbero beneficiare di ulteriori chiarimenti. Con l’introduzione della lettera c-sexies) al comma 1 dell’art. 67 del T.u.i.r., la Legge di Bilancio 2023 ha previsto una nuova tipologia di redditi diversi recante un regime di tassazione ad hoc per i redditi derivanti da cripto-attività, definite come *“rappresentazione digitale di valore o di diritti che possono essere trasferiti e memorizzati elettronicamente, utilizzando la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analoga”*. I successivi paragrafi

[5] P. MASTELLONE, *“Redditi derivanti da operazioni in criptovalute: profili di fiscalità sostanziale e adempimenti dichiarativi a carico dei contribuenti”*. 2021 Rivista Telematica di Diritto Tributario. Pacini Giuridica.

riepilogano le principali disposizioni introdotte dal regime fiscale riservato alle cripto-attività. P. Mastellone (22 dicembre 2021), *Redditi derivanti da operazioni in criptovalute: profili di fiscalità sostanziale e adempimenti dichiarativi a carico dei contribuenti,* in *Rivista Telematica di Diritto Tributario*, Pacini Giuridica.

1.3. Il regime fiscale delle cripto-attività

Ai sensi della nuova lettera c-*sexies*) dell'art. 67, comma 1 del T.u.i.r., le plusvalenze e gli altri proventi realizzati mediante il rimborso, la cessione a titolo oneroso, la permuta o la detenzione di cripto attività, comunque denominate, non inferiori a Euro 2.000 nel periodo d'imposta, configurano redditi diversi e sono assoggettati a tassazione con aliquota del 26%. Le eventuali minusvalenze eccedenti Euro 2.000 possono essere compensate con le relative plusvalenze e riportate entro i quattro periodi d'imposta successivi. Analogamente, le minusvalenze realizzate prima dell'entrata in vigore della Legge di Bilancio 2023 possono essere compensate e riportate in avanti. In relazione alle operazioni di permuta tra cripto-attività, il regime prevede che *"non costituisce una fattispecie fiscalmente rilevante la permuta tra cripto-attività aventi eguali caratteristiche e funzioni"*.

1.4. La tassazione IRPEF delle crypto attività

Ai sensi del nuovo comma 3-*bis*) dell'art. 110 del T.u.i.r., i componenti positivi e negativi che risultano dalla valutazione delle cripto-attività, non concorrono alla formazione del reddito d'impresa ai fini delle imposte dirette, a prescindere dall'imputazione al conto economico. In deroga alle disposizioni generali che regolano la determinazione del reddito d'impresa, dunque, tutti i fenomeni valutativi riguardanti le cripto-attività sono fiscalmente irrilevanti, indipendentemente dalle modalità con cui tali asset sono iscritti in bilancio e dalla rilevazione a conto economico dei componenti (positivi o negativi) conseguenti alla loro valutazione (con

conseguente interessamento del quadro RV per gestire i due distinti valori).

1.5. La tassazione delle cripto-attività nel reddito d'impresa

Come anticipato, la novella ha inserito all'art. 110 del T.u.i.r. il comma 3-*bis*), il quale dispone che *"In deroga alle norme degli articoli precedenti del presente capo e ai commi da 1 a 1-ter del presente articolo, non concorrono alla formazione del reddito i componenti positivi e negativi che risultano dalla valutazione delle cripto-attività alla data di chiusura del periodo di imposta a prescindere dall'imputazione al conto economico"*. A tal riguardo, la Relazione illustrativa precisa che «nel momento in cui le cripto-attività sono permutate con altri beni (incluse altre cripto-attività) o cedute in cambio di moneta avente corso legale, la differenza[6] tra il corrispettivo incassato e il valore fiscale concorre alla formazione del reddito di periodo». A tal riguardo, non sembra chiaro come differenziare le tipologie di cripto-attività, considerato che l'unica definizione di cripto-attività è quella, piuttosto ampia, fornita dell'art. 67 del T.u.i.r. e mutuata dal regolamento Micar. In particolare, si riscontra l'assenza di una disciplina relativa ad alcune fattispecie che ruotano intorno alla fiscalità dei soggetti imprenditori, come quelle connesse al realizzo o alle operazioni su derivati, la cui disciplina dovrebbe, anche per le cripto-attività, essere rinvenuta nell'art. 112 T.u.i.r. Infine, ad integrazione e completamento di quanto fatto dal legislatore tributario, sembra importante che chiarimenti vengano forniti anche dal punto di vista contabile.

2. Criticità delle crypto-attività nel reddito d'impresa

Come anticipato, la novella ha inserito all'art. 110 del T.u.i.r. il comma 3-*bis*), il quale dispone che *"In deroga alle norme degli articoli*

[6] Chohan - W. Usman, "*Assessing the Differences in Bitcoin & Other Cryptocurrency Legality National Jurisdictions",* 2021 Economy.

precedenti del presente capo e ai commi da 1 a 1-ter del presente articolo, non concorrono alla formazione del reddito i componenti positivi e negativi che risultano dalla valutazione delle cripto-attività alla data di chiusura del periodo di imposta a prescindere dall'imputazione al conto economico". A tal riguardo, la Relazione illustrativa precisa che «nel momento in cui le cripto-attività sono permutate con altri beni (incluse altre cripto-attività) o cedute in cambio di moneta avente corso legale, la differenza tra il corrispettivo incassato e il valore fiscale concorre alla formazione del reddito di periodo». A tal riguardo, non sembra chiaro come differenziare le tipologie di cripto-attività, considerato che l'unica definizione di cripto-attività è quella, piuttosto ampia, fornita dell'art. 67 del T.u.i.r. e mutuata dal Regolamento[7] Micar. In particolare, si riscontra l'assenza di una disciplina relativa ad alcune fattispecie che ruotano intorno alla fiscalità dei soggetti imprenditori, come quelle connesse al realizzo o alle operazioni su derivati, la cui disciplina dovrebbe, anche per le cripto-attività, essere rinvenuta nell'art. 112 T.u.i.r. Infine, ad integrazione e completamento di quanto fatto dal legislatore tributario, sembra importante che chiarimenti vengano forniti anche dal punto di vista contabile.

2.1. Territorialità dei redditi derivanti dalle crypto-attività

La Circolare ha indicato quali siano i principi di territorialità rilevanti per i redditi derivanti dalle cripto-attività, ritenendo applicabili quelli previsti per i redditi diversi dall'art. 23 del T.u.i.r. A tal fine, la Circolare considera prodotti in Italia i redditi derivanti da cripto-attività le cui chiavi di acceso siano: (i) detenute presso un prestatore di servizi residente in Italia o presso la stabile organizzazione in Italia di prestatori non residenti; (ii) oggetto di stabile rapporto con un intermediario finanziario in Italia o presso la stabile organizzazione di intermediari non residenti. Inoltre, viene specificato che, in caso di

[7] Si faccia riferimento a T. TOMCZAK, "Crypto-assets and crypto-assets' subcategories under MiCA Regulation", Capital Markets Law Journal, 2021, Volume 17, Issue 3, pp. 365-382.

intermediari residenti in uno Stato Membro ed iscritti all'OAM, il reddito non si considera prodotto in Italia a condizione che le cripto-attività non siano detenute attraverso la stabile organizzazione in Italia di tale soggetto. Se le chiavi sono detenute direttamente dal contribuente (ad esempio tramite chiavette USB), il reddito si considera prodotto in Italia se il supporto di archiviazione si trova nel territorio dello Stato, localizzazione in Italia che è da presumere se il soggetto che lo detiene è ivi residente. Resta ferma la facoltà del contribuente di provare l'effettivo luogo di localizzazione del supporto di archiviazione. Infine, gli stessi presupposti di territorialità devono essere adottati secondo la Circolare per l'individuazione dei redditi prodotti all'estero da parte dei neo-residenti in Italia (di cui al regime dell'art. 24-*bis* del T.u.i.r.). Tali chiarimenti sono utili ma la Circolare non affronta il caso in cui le cripto-attività siano detenute attraverso un c.d. "noncustodial hot wallet", quale ad esempio un portafoglio online che non dispone di un archivio fisico (e.g., Metamask). In questo caso si ritiene che debbano trovare applicazione i principi sopra menzionati, che presumono la localizzazione del portafoglio in base alla residenza fiscale del soggetto detentore.

2.2. Fiscalità delle crypto-asset in Italia e le recenti normative

In questo capitolo verrà analizzato il regime fiscale previsto dall'ordinamento tributario[8] italiano per i proventi da *crypto-asset*. Si anticipa come, non essendoci una normativa nazionale di riferimento, a sopperire alle mancanze del legislatore, che si è attivato solo recentemente con la presentazione del D.d.L. n. 2572 (D.d.L. Botto), è stata l'Agenzia delle Entrate con le sue risposte agli interpelli dei contribuenti. Bisogna, tuttavia, fare un'anticipazione ulteriore per dare ragione di questo paragrafo introduttivo sugli aspetti di fiscalità finanziaria e riguarda il diverso inquadramento da parte di Agenzia delle Entrate e D.d.L. Botto dei proventi da *crypto-asset*: l'Agenzia delle Entrate ricomprende questi tra i redditi diversi, mentre il

[8] F. TESAURO, *"Istituzioni di diritto tributario – Vol.2: Parte speciale"*, 2020 UTET Giuridica.

disegno contiene l'esplicita previsione della loro appartenenza ai redditi di capitale. Si ritiene, dunque, utile fare un richiamo alle caratteristiche e al trattamento di queste due categorie reddituali. La tassazione dei redditi finanziari, ossia quelli di capitale e quelli diversi di natura finanziaria, è sempre stato un tema di dibattito. Il tema dell'opportunità o meno di tassare il risparmio e l'investimento, infatti, si pone su due diverse concezioni del reddito da assoggettare a tassazione. In dottrina, infatti, si individuano ai fini fiscali due tipologie di reddito: il reddito entrata, che prevede la concorrenza dei proventi finanziari alla formazione della base imponibile, e il reddito spesa, che pone il momento impositivo del risparmio al momento in cui questo è consumato. Nell'ordinamento tributario, inoltre, una delle questioni fondamentali riguarda la necessità o meno di mantenere separate le due classi reddituali. L'approccio attualmente applicato è frutto di due importanti tappe legislative: l'adozione del T.u.i.r. nel 1986 e le modifiche intervenute con il D.lgs. n. 461/1997. Tramite questi due testi, infatti, si è proceduto ad un riordino e ad un completamento della materia, prevedendo un'estensione dell'imponibilità a tutti i redditi derivanti dall'investimento finanziario. Su questo indirizzo, i redditi di capitale sono stati arricchiti da nuove fattispecie imponibili, con inoltre la previsione di una voce residuale in chiusura volta a ricomprendere nella categoria tutti i redditi non aleatori derivanti dall'impiego di capitale. Lo stesso approccio onnicomprensivo, d'altronde, è stato seguito nella riformulazione che lo stesso D.lgs. del 1997 ha fatto per i redditi di natura finanziaria. All'interno di questi, infatti, sono stati ricompresi: le plusvalenze da cessioni a titolo oneroso di titoli e strumenti finanziari non partecipativi; i differenziali positivi sui contratti derivati; ogni altra tipologia di plusvalenza finanziaria altrimenti non soggetta a tassazione.

L'approccio dell'ordinamento a queste due classi reddituali, dunque, da un lato segue il principio di onnicomprensività dell'imposizione sui proventi finanziari, mentre dall'altro distingue le

due categorie di reddito. I redditi da capitale, dunque, sono ancorati al capitale in quanto loro fonte di produzione unitaria e statica, mentre i redditi diversi di natura finanziaria sono individuati come incrementi aleatori del patrimonio derivanti da un impiego dinamico del capitale. Si segnala come negli ordinamenti di impostazione anglosassone si segue un approccio unitario su questo tema, individuando un'unica classe reddituale omogenea senza distinzioni. I redditi di capitale sono individuati dall'art. 44 del T.u.i.r. che ne fornisce un elenco dettagliato. In linea generale, si può dire che i redditi di capitale sono quei proventi generati, al di fuori dell'attività di impresa, tramite l'impiego di denaro o altri beni. Bisogna differenziare, a questo punto, i redditi di capitale dai i redditi diversi di natura finanziaria, dal momento che i primi sono generati dal mero possesso di capitale e i secondi sono generati dalla negoziazione del capitale investito (plusvalenze e minusvalenze). L'elenco di voci appartenenti ai redditi di capitali fornito dall'art. 44 può essere suddiviso in tre categorie:

1) dividendi o, in via generale, utili derivanti da partecipazioni in società;

2) interessi e altri proventi derivanti da mutui e altri impieghi del capitale;

3) altri proventi finanziari:

i. rendite perpetue;

ii. compensi da fideiussioni e altre garanzie;

iii. redditi derivanti dalla gestione di patrimoni affidati da terzi;

iv. proventi da altri rapporti con oggetto l'impiego del capitale.

La determinazione dei redditi di capitale, le cui modalità sono stabilite dall'art. 45 del T.u.i.r., segue due principi: il principio di cassa e quello di tassazione al lordo. Nella composizione dei redditi da capitale, infatti, verranno considerati esclusivamente i proventi realizzati nel periodo d'imposta, non rilevando alcun credito maturato, e su questi non sarà possibile applicare alcuna deduzione. Per quel che riguarda la tassazione di questa classe reddituale, invece, sono

previste diverse forme di imposizione. La prima è l'imposizione, per così dire, ordinaria, in cui i redditi di capitale concorrono alla formazione della base imponibile IRPEF e sono, dunque, soggetti all'applicazione delle relative aliquote progressive. Una seconda forma riguarda l'applicazione di un'imposta sostitutiva al 26%. Questa forma di tassazione sostitutiva è stata introdotta per incoraggiare il risparmio, in linea con quanto previsto dall'art. 47 della Costituzione: *"la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito"*. Ulteriori forme di imposizione sostitutiva, poi, sono quelle che prevedono l'applicazione di un'aliquota del 12,5% su determinati proventi (come gli interessi da titoli di Stato) o di un'aliquota del 20% sul risultato di forme di previdenza complementare. In queste forme di imposizione sostitutiva, l'aliquota può essere applicata sia dal contribuente in sede di dichiarazione, sia dagli intermediari, che opereranno da sostituti di imposta applicando una ritenuta alla fonte. Sul tema della tassazione dei redditi da capitale[9] è necessario, per completezza di informazione, dare brevemente nozione dei regimi fiscali dei dividendi derivanti dal possesso di partecipazioni in società soggette all'IRES (come società per azioni o società in accomandita per azioni). Questi, infatti, saranno soggetti ad un'ampia esenzione in capo ai soggetti riceventi. La ragione di tale previsione risiede nella volontà di evitare una duplice imposizione sui dividendi distribuiti, che non sono deducibili dalla base imponibile delle società ai fini IRES. Per tale motivo, dunque, sono previsti i seguenti regimi di tassazione sui dividendi:

- se percepiti da persone fisiche, saranno reddito di capitale e soggetti all'imposta sostitutiva del 26%;
- se percepiti da un imprenditore individuale, formeranno il suo reddito d'impresa per il 58,14% del loro valore (stesso regime si applica se a percepire i dividendi è un socio di una società di persone

[9] Si veda V. CARLINI, *"nella finanza decentralizzata è boom di furti e riciclaggio"*, 2022, Il Sole 24 Ore.

commerciale);

- se percepiti da enti non commerciali, vengono considerati redditi di capitale e sono tassati nella loro interezza;
- se percepiti da soggetti IRES, godranno di un’esclusione da tassazione per il 95% (*participation exemption*).

Si analizza ora la categoria dei redditi diversi, nello specifico i redditi diversi di natura finanziaria. All’interno di questa categoria, come si anticipava in precedenza, sono ricomprese le plusvalenze e le minusvalenze derivanti dalla negoziazione del capitale investito. Il loro importo non è predeterminato e sono soggetti all’eventualità di essere anche negativi (le minusvalenze). Vi è la possibilità, in questo caso, di portare i redditi diversi di natura finanziaria negativi a riduzione dei redditi diversi del medesimo periodo d’imposta e viceversa; eventuali proventi negativi non utilizzati in compensazione potranno essere portati a nuovo non oltre il quarto periodo di imposta successivo. Le eventuali plusvalenze sono determinate effettuando la differenza tra quanto percepito e il valore originario di acquisizione. Il regime di tassazione applicato a questa classe di reddito è a discrezione dei contribuenti, tra quelli previsti dalla legge. I differenti proventi ricompresi all’interno dei redditi diversi di natura finanziaria sono individuati dall’art. 67 del T.u.i.r. e sono:

1. Le plusvalenze realizzate dalla cessione a titolo oneroso di partecipazioni qualificate (ossia partecipazioni o diritti di acquisizione di partecipazioni che garantiscono più del 2% o del 20% dei voti esercitabili in assemblea ordinaria o una partecipazione al capitale sociale superiore al 5% o al 25%);
2. Le plusvalenze registrate per la cessione a titolo oneroso di partecipazione non qualificate;
3. Le plusvalenze da cessione o rimborso di titoli non partecipativi, di metalli preziosi e di valute estere se derivano da depositi o da cessione a termine;
4. Le plusvalenze derivanti da contratti derivati o da cessione o

chiusura di rapporti produttivi di redditi di capitale.

L'inquadramento giuridico, e di conseguenza il trattamento fiscale, dei *crypto-asset* è ancora soggetto a un elevato grado di incertezza e oggetto di studio e discussioni. Le tesi prevalenti riguardo le criptovalute, ad esempio, diffuse sia da ambienti accademici o istituti di ricerca che da organi pubblici, sono inclini a far rientrare questa tipologia di *token* ora nella classe delle valute estere, ora tra i beni materiali o immateriali, ora negli strumenti finanziari. Dal punto di vista fiscale, inoltre, da alcune voci è posto in dubbio se effettivamente le criptovalute siano soggette all'imposta sul reddito, non rientrando apparentemente in nessuna delle fattispecie imponibili previste dal T.u.i.r. Con riguardo agli altri *token* (*utility token* e *security token*), invece, l'opinione invalsa opta per valutarne la natura giuridica e il regime fiscale in relazione all'asset sottostante e ai rapporti contrattuali instaurati, non richiedendo dunque una regolamentazione specifica. Per tale ragione, infatti, questo capitolo si concentrerà in prevalenza sul trattamento delle criptovalute, analizzando, innanzitutto, la posizione dell'Agenzia delle Entrate e, poi, i progetti di intervento del legislatore. La decisione di cominciare con la posizione dell'Agenzia delle Entrate risiede nella mancanza di una legge nazionale che riporti la disciplina fiscale delle criptovalute. Tale lacuna, infatti, ha comportato per chi effettua operazioni in questo settore la necessità di richiedere chiarimenti all'Agenzia delle Entrate tramite un'istanza d'interpello. L'istanza d'interpello, in sintesi, garantisce al contribuente in procinto di compiere un'operazione fiscalmente rilevante di richiedere chiarimenti sull'interpretazione, l'applicazione o la disapplicazione delle norme che riguardano il suo caso specifico. Si ritiene, dunque, mancando una regolamentazione che abbia forza di legge a livello nazionale, che sia di sicuro valore analizzare l'interpretazione dell'Agenzia delle Entrate agli interpelli ricevuti. Il primo caso sottoposto all'Agenzia delle Entrate è stato presentato da una società intenzionata a svolgere, per conto terzi, operazioni di compravendita di Bitcoin.

Nell'istanza di interpello si richiedevano lumi su quale fosse il corretto trattamento fiscale delle operazioni di acquisto e vendita di Bitcoin ai fini IVA, Ires e Irap. La risposta dell'Agenzia delle Entrate, con la Risoluzione n. 72/E/2016 è così sintetizzabile: non essendoci una normativa nazionale, l'Agenzia delle Entrate pone il suo fondamento nella sentenza C-264/14 pronunciata in materia di IVA dalla Corte di Giustizia UE (CGUE). In tale sentenza, infatti, la CGUE ha individuato i Bitcoin come mezzo di pagamento e le operazioni realizzate mediante queste come operazioni finanziarie: *"le operazioni relative a valute non tradizionali,*[10] *vale a dire diverse dalle monete con valore liberatorio in uno o più paesi, costituiscono operazioni finanziarie in quanto tali valute siano state accettate dalle parti di una transazione quale mezzo di pagamento alternativo ai mezzi di pagamento legali e non abbiano altre finalità oltre a quella di un mezzo di pagamento è pacifico che la valuta virtuale «bitcoin» non abbia altre finalità oltre a quella di un mezzo di pagamento e che essa sia accettata a tal fine da alcuni operatori".* In completamento a tale interpretazione, inoltre, la CGUE aggiunge che le operazioni realizzate in criptovalute rientrano nelle operazioni *"relative a divise, banconote e monete con valore liberatorio"* come indicate nella Direttiva IVA 2006/112/CE. Tale considerazione determina apparentemente il trattamento delle criptovalute come valute estere; approccio, come si vedrà, seguito anche dall'Agenzia delle Entrate. In base alla sentenza della CGUE, dunque, l'Agenzia delle Entrate ricomprende l'attività di compravendita per conto terzi di Bitcoin tra le attività rilevanti ai fini IVA, IRES e IRAP, con il requisito, tuttavia, che questa sia "svolta in modo professionale e abituale". Risulta, dunque, come eventuali plusvalenze non siano rilevanti ai fini fiscali se generate da un'attività privata di trading e non da un'attività imprenditoriale; differenza, questa, di difficile identificazione non essendo sempre netti i confini tra le due. La Risoluzione n. 72/E/2016, infine, con riguardo ai soggetti

[10] G. CHIAP - J. RANALLI - R. BIANCHI, Blockchain, "*Tecnologia e applicazioni per il business",* 2019 Hoepli.

che detengono Bitcoin "al di fuori dell'attività d'impresa", ricorda come questi non siano soggetti all'imposta sul reddito in quanto "le operazioni a pronti (acquisti e vendite) di valuta non generano redditi imponibili mancando la finalità speculativa". Come anticipato, dunque, l'Agenzia delle Entrate applica alle operazioni in criptovalute lo stesso trattamento previsto per le valute. La disciplina delle imposte sul reddito derivante da operazioni in criptovalute è arricchita dalla Risoluzione n. 956/39/2018. La suddetta, infatti, da un lato conferma la non rilevanza delle operazioni a pronti e l'applicazione dei principi che normano le valute tradizionali, dall'altro ricorda le previsioni del T.u.i.r. nella definizione dei redditi diversi con riguardo alle operazioni in valuta estera: *"le plusvalenze derivanti dalla cessione a titolo oneroso di valute estere rivenienti da depositi e conti correnti concorrono a formare il reddito a condizione che nel periodo d'imposta la giacenza dei depositi e conti correnti complessivamente intrattenuti dal contribuente, calcolata secondo il cambio vigente all'inizio del periodo di riferimento sia superiore a cento milioni di lire per almeno sette giorni lavorativi continui"*. L'Agenzia delle Entrate, basandosi su ciò, ricomprende tra i redditi diversi soggetti all'imposta sui redditi le plusvalenze realizzate sulle criptovalute solo se la valuta ceduta è stata detenuta in portafogli elettronici per almeno sette giorni lavorativi continui nel periodo d'imposta e per un importo superiore a 51.645,69 € (l'equivalente odierno di 100 milioni di Lire). Due ulteriori elementi aggiuntivi, poi, sono stati introdotti dalla Risoluzione n. 788/2021. Basandosi sempre su quanto previsto dall'art. 67 del T.u.i.r., al comma 1-*bis*, infatti, l'Agenzia delle Entrate sancisce che, nella determinazione della plusvalenza derivante da prelievi da portafogli elettronici, è necessario *"utilizzare il costo di acquisto considerando cedute per prime le valute acquisite in data più recente"*. Non essendoci un prezzo[11] ufficiale di riferimento per il cambio Bitcoin/Euro, inoltre, l'Agenzia delle Entrate disciplina che il

[11] A. Cretarola e G. Talamanca. "A confidence-based model for asset and derivative prices in the Bitcoin market". SSRN Eletronic Journal, 2017.

costo d’acquisto sarà quello applicato dal sito su cui si è effettuato l’acquisto o, in mancanza di questo, sarà individuato nel prezzo applicato dal sito maggiormente utilizzato per le sue operazioni dal contribuente. La Risoluzione, infine, prevede che il reddito generato dalla compravendita di criptovalute “percepito da una persona fisica al di fuori dell'esercizio di attività d'impresa” sarà soggetto all’imposta sostitutiva del 26%, in base all’art. 5 del D.lgs. n. 461/1997. In base alle risposte agli interpelli analizzate, dunque, la posizione dell’Agenzia delle Entrate sul regime tributario da applicare alle operazioni in criptovalute realizzate al di fuori dell’attività di impresa sembrerebbe prevedere due diversi trattamenti fiscali in base alla tipologia dell’operazione:

• operazione a “termine”: accordo di scambio, in un momento futuro, tra due valute a un tasso di cambio individuato al momento dell’operazione. I proventi generati sono sempre soggetti all’imposta sostitutiva ai fini IRPEF;

• operazione a “pronti”: scambio immediato, all’attuale tasso di cambio, tra due valute. L’operazione è soggetta all’imposta sostitutiva ai fini IRPEF solo se sussistono i seguenti requisiti:

- Le valute sono state prelevate da un portafoglio elettronico; per almeno sette giorni lavorativi continui nel periodo d’imposta;
- le valute hanno avuto una giacenza superiore a 51.645,69€.

Fino a qui si è tralasciato di analizzare il trattamento riservato ai contribuenti che esercitano un’attività di impresa legata alla compravendita di criptovalute. Per analizzare il trattamento riservato a questi, occorre richiamare gli elementi che configurano ai fini fiscali una serie di operazioni come esercizio di attività d’impresa. Riguardo tale argomento, l’art. 55 del T.u.i.r. equipara la definizione di attività di impresa con quella di impresa commerciale: *“sono redditi d’impresa quelli che derivano dall’esercizio d’imprese commerciali”*. Il medesimo articolo, poi, identica come attività di impresa *“l’esercizio per professione abituale, ancorché non esclusiva”* delle attività

considerate dall'art. 2195 del Codice civile. È evidente, dunque, come la disciplina fiscale muova i suoi passi, su questo tema, dai principi civilistici, mutuando da questi l'idea di "impresa" come "impresa commerciale"; il T.u.i.r. non manca, tuttavia, di arricchire quanto previsto ai fini civili con un'espansione della definizione di impresa. L'art. 2195 del Codice civile, infatti, riporta tra le attività di impresa commerciale:

- l'attività industriale diretta alla produzione di beni o di servizi;
- l'attività intermediaria nella circolazione dei beni;
- l'attività di trasporto per terra, per acqua o per aria;
- l'attività bancaria o assicurativa; le attività ausiliarie alle precedenti.

L'art. 55 del T.u.i.r. ricomprende tali attività all'interno della definizione di attività di impresa ai fini fiscali *"anche se non organizzate in forma di impresa"*. Ai fini fiscali,[12] dunque, vi possono essere imprenditori anche senza l'organizzazione in forma di impresa. Nonostante tale previsione, inoltre, il T.u.i.r. introduce anche un'ipotesi in cui è l'esistenza di un'organizzazione a qualificare un'attività come attività d'impresa. Saranno da ricomprendere tra i redditi d'impresa, infatti, anche *"i redditi derivanti dall'esercizio di attività organizzate in forma d'impresa dirette alla prestazione di servizi che non rientrano nell'art. 2195 c.c."*. Si segnala come nel caso dei "servizi" vi sia un triplice trattamento, in base a se si tratti di produzione o prestazione di servizi e se tali attività siano svolte in maniera organizzata o non:

- la produzione di servizi genera sempre reddito di impresa anche se non organizzata in forma di impresa;
- la prestazione di servizi non compresi nell'art. 2195 del Codice civile genera reddito di impresa solo se organizzata in forma di impresa;

[12] CHAINALYSIS, *"3 Common Blockchain Analysis Mistakes that Impede Cryptocurrency Investigations",* 2021.

• la prestazione di servizi non compresi nell’art. 2195 del Codice civile e non organizzata in forma di impresa è da considerare come attività di lavoro autonomo ai fini fiscali.

L’art. 55, infine, ricomprende tra le attività di impresa anche: l’allevamento di animali e la manipolazione, trasformazione e alienazione di prodotti ottenuti dalla coltivazione o dall’allevamento se superano i limiti previsti per le attività agricole dall’art. 32 del T.u.i.r.; l’esercizio delle attività sopra menzionate, pur se nei limiti ivi stabiliti, se i redditi derivanti spettino a società in nome collettivo, a società in accomandita semplice o a *“stabili organizzazioni di persone fisiche non residenti esercenti attività di impresa”*, lo sfruttamento di miniere, cave, torbiere, saline, laghi, stagni e altre acque interne. La tendenza per cui molte operazioni realizzate in criptovalute siano generalmente portate avanti da soggetti singoli con il proprio capitale in maniera non continuativa e scarsamente organizzata, non pregiudica l’esistenza di un’attività imprenditoriale. La qualifica di imprenditore, infatti, potrà essere derivata anche *dal “compimento di un unico affare”,* soprattutto qualora per sua natura e sua dimensione comporti la necessità di compiere *“una serie coordinata di atti economici”*. La Corte di Cassazione, inoltre, ha sancito come l’organizzazione dell’impresa non debba per forza concretarsi in “un apparato strumentale fisicamente percepibile, poiché quest’ultimo può ridursi al solo impiego di mezzi finanziari, sicché la qualifica di imprenditore va attribuita anche a chi utilizzi e coordini un proprio capitale per fini produttivi”. Le plusvalenze realizzate dai contribuenti che esercitano un’attività di impresa, in base ai requisiti analizzati finora, andranno ricompresi nei redditi di impresa ai fini IRPEF. Questi concorreranno, dunque, alla formazione degli scaglioni reddituali sui quali saranno applicate le aliquote progressive. Bisogna segnalare come, a seguito della loro rimodulazione da parte della Legge di Bilancio 2022, saranno introdotte nuovi scaglioni e aliquote a partire dalla dichiarazione da presentare nel 2023, sui redditi 2022:

Fino alla Dichiarazione 2022

Scaglioni	**Aliquote**
Fino a 15.000 €	23%
15.001 – 28.000 €	27%
28.001 – 55.000 €	38%
55.001 – 75.000 €	41%
> 75.000 €	43%

Dalla Dichiarazione 2023

Scaglioni	Aliquote
Fino a 15.000 €	23%
15.001 – 28.000 €	25%
28.001 – 50.000 €	35%
> 50.000 €	43%

In tema di attività di impresa, inoltre, bisogna segnalare la Risoluzione n. 14/2018, con cui l'Agenzia delle Entrate indica il trattamento fiscale della vendita di *utility token* da parte di una società, nello specifico in occasione di una Initial Coin Offering. L'Agenzia delle Entrate segnala come la cessione di *utility token*, «qualora sul piano contabile l'operazione sia rappresentata come una mera movimentazione finanziaria in applicazione dei corretti principi contabili», non assuma rilevanza fiscale né ai fine IRES, né ai fini IRAP. Fino a questo momento ci si è mossi in base alle posizioni assunte dall'Agenzia delle Entrate in risposta agli interpelli sottopostigli dai contribuenti. Come è normale, tuttavia, data la natura stessa dell'interpello, le risposte dell'Agenzia delle Entrate non hanno l'obiettivo di fissare una disciplina completa e di coprire tutte le fattispecie possibili in tema di operazioni con criptovalute. Per tale ragione, può essere utile in questa sede dare accenno delle "altre operazioni", ossia quei casi che finora, non essendoci una normativa nazionale, non sono neanche mai stati direttamente trattati dall'Agenzia delle Entrate. Si riporta, in apertura, uno schema delle

operazioni che verranno analizzate in questo paragrafo:

- scambio di criptovalute con altre criptovalute;
- ottenimento di criptovalute come compenso per il proprio lavoro;
- acquisto di beni o servizi mediante criptovalute;
- ricompense derivanti da attività di *mining* e di *staking*;
- acquisizione di criptovalute tramite *airdrop* e *hard forks*.

Tale lavoro, non volendo essere un'opera meramente elencativa, verrà portato avanti provando a prevedere un possibile trattamento di queste fattispecie, riprendendo anche quanto previsto dalle normative dei paesi analizzati nei capitoli precedenti qualora non sia possibile affidarsi esclusivamente sulle risposte date dall'Agenzia delle Entrate; il paese su cui ci si baserà maggiormente sarà la Germania, appartenendo sia il nostro che questo paese all'Unione Europea. Il trattamento fiscale della cessione di criptovalute in cambio di altre criptovalute si può trarre dalle regole fin qui analizzate fissate dall'Agenzia delle Entrate. Naturalmente, lo scambio di una valuta digitale con un'altra sarà fiscalmente rilevante esclusivamente se vi è la registrazione di una plusvalenza.

Nella determinazione della plusvalenza[13] varranno il prezzo originario di acquisizione della criptovaluta ceduta e il valore attuale di mercato di quella ottenuta in cambio. Si pensi, ad esempio, al caso di un soggetto che cede un Bitcoin acquistato per 1.000 € e riceve in cambio una moneta Ether dal valore di 1.500 €, la differenza di 500 € sarà soggetta a tassazione. Le eventuali plusvalenze, dunque, potranno essere:

1. Soggette a imposta sostitutiva forfettaria del 26% qualora il contribuente le abbia registrate al di fuori di un'attività di impresa;
2. Ricomprese tra i redditi di impresa del contribuente che detiene le criptovalute in relazione ad un'attività di impresa e soggette all'IRPEF.

[13] Z. Bodie, A. Kane, A. Marcus *"Essentials of Investments",* 2021 11° edizione, McGraw-Hill Education.

Con riguardo al pagamento di un lavoratore in criptovalute, queste possono essere ricomprese tra i compensi in natura. L'ordinamento fiscale italiano, infatti, prevede che qualsiasi compenso, in denaro o in natura, corrisposto a un dipendente residente in Italia sia trattato come reddito da lavoro dipendente soggetto a IRPEF. Nel caso in cui, dunque, i contribuenti siano pagati in criptovalute, tali importi costituiscono benefici in natura e sono inclusi nel calcolo del reddito da lavoro dipendente. La legge, inoltre, stabilisce una soglia di esenzione per i compensi in natura, tassabili esclusivamente se il loro importo supera i 258,23 €. L'importo soggetto a tassazione sarà il valore di mercato della criptovaluta al momento dell'ottenimento; questo sarà anche utilizzato come costo di acquisizione per determinare la creazione di una plusvalenza in caso di futura cessione. L'acquisto di beni o servizi tramite criptovalute non è apparentemente oggetto di trattazione né da parte di Autorità nazionali, né da parte della letteratura scientifica su cui fin qui si è basato il lavoro. Possiamo affidarci in questo caso a quanto previsto per la stessa operazione da parte della legislazione tedesca, facendo tuttavia dei doverosi distinguo. Per il sistema della Germania, infatti, le criptovalute sono considerate come private asset e un'operazione di acquisto di beni o servizi assumerà rilevanza fiscale esclusivamente se porta alla registrazione di una plusvalenza: sarà tassata esclusivamente la differenza positiva tra il costo a cui si è acquisita la criptovaluta e il valore del bene o del servizio acquistato. Dal lato italiano, se può mantenersi valido il presupposto di nascita di una plusvalenza per determinare una rilevanza fiscale, bisogna tuttavia ricordare come per il nostro sistema le criptovalute siano da considerare come valute estere. L'acquisto di beni o servizi denominati in Euro con valute estere, dunque, potrebbe configurarsi come un'operazione di cambio e l'eventuale plusvalenza realizzata potrebbe essere soggetta all'imposta sostitutiva del 26% esclusivamente nel caso in cui le valute abbiano avuto una giacenza

superiore a 51.645,69 € per almeno sette giorni lavorativi continui nel periodo d'imposta. Nel caso in cui non sussista tale requisito, la plusvalenza non è soggetta a tassazione. Anche per le operazioni di *mining* e *staking*, in assenza di indicazioni, si possono provare a fare solo delle supposizioni in base a quanto analizzato finora. Le ricompense da *mining* o da *staking* possono configurarsi, in linea generale, come reddito di impresa soggetto all'IRPEF. Tali operazioni, infatti, sono volte alla produzione di un bene e sono portate avanti tramite una necessaria organizzazione, seppur minima. Qualora, tuttavia, l'attività di *mining* e *staking* sia svolta in modo occasionale, il reddito derivante da tale attività potrà rientrare nella categoria dei redditi diversi ai fini IRPEF. Le ricompense da tali operazioni sono tassabili sulla base del loro valore di mercato. In linea generale, inoltre, le spese sostenute per le operazioni di *mining* e *staking*, ad esempio l'altro consumo di elettricità necessario, potranno essere deducibili. Quest'ultima ipotesi si fonda sul trattamento previsto per queste dal sistema tedesco. Non esistono indicazioni di sorta neanche per le criptovalute ricevute a seguito di *airdrop* o *hard forks*. Nonostante ciò, si può immaginare che le valute ottenute tramite *airdrop* gratuito, senza dunque il bisogno di compiere nessuna operazione, siano esentate da tassazione, come previsto in Germania; saranno tassate solo in caso di plusvalenza a seguito di cessione, con il valore di acquisizione inteso come il valore di mercato al momento dell'*airdrop*. Le criptovalute ottenute da *airdrop* a seguito del compimento di un'attività, invece, si presume che siano ricomprese tra i redditi diversi o i redditi di impresa ai fini IRPEF, a seconda che il contribuente li abbia ricevuti al di fuori di un'attività di impresa o meno. Per quel che riguarda l'ottenimento di criptovalute a seguito di *hard forks*, invece, si può sostenere che l'attribuzione al contribuente della criptovaluta nata dalla biforcazione derivi dall'abbandono della criptovaluta della blockchain[14] originale. In base a questa

[14] G. COMANDINI, *"Da Zero alla Luna. Quando come e perché la Blockchain sta cambiando il mondo",* 2020, Palermo, Dario Flaccovio.

interpretazione, dunque, l'operazione potrebbe configurarsi come un'operazione di scambio tra due criptovalute e seguire le regole previste per tale operazione. Un'eventuale plusvalenza registrata, dunque, sarà soggetta all'imposta sostitutiva del 26%, se l'operazione è portata avanti al di fuori di un'attività di impresa, o concorrerà alla formazione del reddito di impresa ai fini IRPEF, con l'applicazione delle aliquote progressive, se l'operazione è realizzata in un ambito di attività di impresa. Il 30 marzo 2022 è stato presentato al Senato della Repubblica il Disegno di Legge n. 2572, contenente "Disposizioni fiscali in materia di valute virtuali e disciplina degli obblighi antiriciclaggio", anche denominato D.d.L. "Botto" dal nome della Senatrice Elena Botto che l'ha presentato. Il disegno, poi, ha continuato il suo iter legislativo con l'assegnazione, il 23 maggio, alla Commissione Finanze e Tesoro del Senato in sede redigente. La crisi del Governo Draghi, l'impossibilità di formare una nuova maggioranza e il conseguente scioglimento delle Camere hanno comportato lo stop dei lavori parlamentari, con il disegno di legge che risulta non ancora esaminato dalla Commissione. Nonostante la formazione di un nuovo Parlamento a seguito delle elezioni comporterà probabilmente l'abbandono di questo disegno di legge e un nuovo approccio alla materia, può essere comunque utile analizzare quanto fosse previsto dal D.d.L. "Botto" per avere alcune linee di indirizzo su quella che potrebbe essere l'iniziativa futura del legislatore. Il D.d.L. "Botto" si compone di due articoli: il primo introduce il riconoscimento fiscale delle valute virtuali attraverso una loro definizione unitaria e regola le previsioni in materia di antiriciclaggio; il secondo disciplina il trattamento fiscale delle criptovalute in modo da garantire ai soggetti coinvolti la possibilità di riferirsi ad un quadro normativo definito. Da segnalare, inoltre, come il disegno di legge si occupi delle criptovalute esclusivamente in relazione alle imposte sulle persone fisiche. Sul tema delle plusvalenze derivanti da valute virtuali, l'Agenzia delle Entrate aveva indicato l'applicazione di quanto previsto dal T.u.i.r. in materia di valute estere: concorrono a formare il reddito le

plusvalenze generate da una cessione a pronti di valute estere la cui giacenza media per sette giorni lavorativi sia stata superiore a 51.645,69 €. L'Agenzia delle Entrate, come già riportato, nelle sue risposte, aveva ritenuto opportuno assimilare le criptovalute alle valute tradizionali estere. Ciò detto, il D.d.L. "Botto" non solo non abbandona questa impostazione, ma mira ad introdurla nella normativa fiscale nazionale attraverso una modifica dell'art. 67, al comma 1-*ter* del T.u.i.r. Il disegno integra detto comma prevedendo che: *"le plusvalenze derivanti da operazioni che comportano il pagamento o la conversione in Euro o in valute estere di valute virtuali concorrono a formare il reddito a condizione che nel periodo d'imposta il controvalore in Euro delle valute virtuali complessivamente possedute dal contribuente, calcolato avendo riguardo al costo o al valore di acquisto soggetto a tassazione, sia superiore a 51.645,69 Euro per almeno sette giorni lavorativi continui"*. Quella che sembra una normale conferma di ciò che aveva già previsto l'Agenzia delle Entrate, in realtà, ha al suo interno alcune novità. Viene, infatti, espressamente determinata la rilevanza fiscale, con riguardo alle valute virtuali, esclusivamente per le operazioni che comportano il pagamento o la conversione in Euro o in valute estere delle stesse. La portata innovativa di tale previsione risiede sia nell'esclusione dalla tassazione delle operazioni di scambio tra criptovalute che nel cambio del momento impositivo. Per le valute estere, infatti, il momento impositivo coincide con il prelievo; con questo D.d.L., invece, il momento impositivo per le valute virtuale coinciderebbe con il momento del pagamento o della loro conversione in altre valute. Ulteriore novità introdotta dal D.d.L. n. 2572 riguarda il superamento della soglia prevista per determinare la rilevanza fiscale delle valute virtuali. Essendo le criptovalute assimilate alle valute virtuali in base all'orientamento dell'Agenzia delle Entrate, infatti, la rilevanza fiscale di questa sussisteva se la loro giacenza superava i 51.645,69 € per almeno sette giorni lavorativi continui nel periodo di imposta. La difficoltà di tenere questo approccio anche in relazione

alle valute virtuali risiede nell'elevata volatilità di queste. Mentre, infatti, il rapporto di cambio tra valute aventi corso legale non è soggetto a grandi oscillazioni ed è possibile che la giacenza di queste superi per un certo periodo di tempo continuato un valore indicato, le criptovalute sono soggette a fluttuazioni molto più intense e frequenti. Per loro natura, dunque, è difficile che superino in giacenza la soglia indicata per un periodo superiore a sette giorni continuativi, raggiungendo il presupposto di rilevanza. A tal proposito, il D.d.L. Botto prevede che per le valute virtuali il superamento della soglia non dovrà riguardare la giacenza ma il loro controvalore. Per far assumere rilevanza fiscale alle operazioni di pagamento o di conversione in Euro o in altre valute estere di valute digitali, dunque, è necessario che, nel periodo di imposta, il loro controvalore superi per almeno sette giorni lavorativi continui il valore di 51.645,69 €. Il controvalore delle valute virtuali, inoltre, in base al D.d.L., dovrà essere calcolato in base *"al costo o al valore di acquisto soggetto a tassazione".* Qualora non siano documentati né il costo, né il valore di acquisto, il controvalore dev'essere calcolato in base all'ultimo cambio utilizzato dal contribuente nell'ultima operazione realizzata avente come oggetto le stesse valute virtuali; in mancanza anche di questo, si utilizzerà il tasso di cambio documentato dal contribuente all'inizio del periodo di imposta.

2.3. Risultati di ricerca e conclusioni

Nonostante i recenti sviluppi in Italia, prendendo in considerazione il Disegno di Legge n° 2572, intitolato "Disposizioni fiscali in materia di valute virtuali e disciplina degli obblighi antiriciclaggio", dove il D.d.L. intende rispondere all'esigenza, ormai impellente, di disciplinare in modo più compiuto i profili tributari delle crypto-attività anche attraverso l'istituzione della sezione speciale dei registri dei cambiavalute dell'OAM disciplinato dall'art. 1785, comma 8-*bis* e 8-*ter* del D.lgs. n. 141 del 2010 e dal Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 13 gennaio 2022. Il Decreto prevede:

Article I. L'utilizzo della valuta virtuale e dei servizi di portafoglio digitale sia riservato ai soggetti iscritti nella sezione speciale del registro e al possesso dei requisiti previsti dall'art. 17-*bis*, comma 2, del D.lgs. n. 141/2010 per i cambiavalute;

Article II. La sede legale e quella amministrativa per i soggetti comunitari, la stabile organizzazione nel territorio della Repubblica;

Article III. Inoltre il Decreto prevede che i soggetti prestatori di servizi soggetti all'iscrizione nella sezione speciale trasmettono trimestralmente all'OAM per via telematica i dati relativi alle operazioni di crypto-valute dei propri clienti.

È chiaro che l'esistenza di portafogli digitali prevede anche l'esistenza di titolari di essi ed espresso intervento di una normativa tributaria. Anche l'interpretazione dell'agenzia delle entrate è fondamentale in particolare la qualificazione delle crypto-valute[15] come "Valute estere" risulti in linea con la prassi internazionale. Nel sostanziale vuoto normativo, l'Agenzia delle Entrate ha fatto propria tale lettura anche ai fini della disciplina sul monitoraggio fiscale. Tuttavia, nella pratica, nel quadro RW13 del modello Redditi non si prevede l'obbligo di compilare il campo "Codice Stato estero", che individua il luogo di detenzione dell'attività dichiarata, stante la generale difficoltà di determinare l'esatta ubicazione delle cripto-valute. A riguardo, la mancanza di prassi omogenee a livello di singoli Stati comporta l'insorgere di situazioni dubbie, più marcate per gli Nft, per i quali esiste l'ulteriore complicazione di localizzare il token rispetto al suo sottostante e difettano indicazioni puntuali da parte dell'amministrazione finanziaria. Inoltre viene raccolta la precisazione contenuta negli interpelli n. 433/E e n.437/E perché in linea con il principio di territorialità formulato sulla residenza del service provider contenuto nel documento OCSE. Il seguente lavoro di ricerca riesce quindi a rispondere solo in parte alle domande di ricerca poste. Nei

[15] A. GALIMBERTI, "*Redditi cripto senza Quadro RW se la piattaforma è italiana"*, 2022, Il Sole 24 Ore.

vari paragrafi si può dedurre anche la regolamentazione delle attività in termini di redditi d'impresa. Nel seguente paragrafo invece ci si sforza di dare un'interpretazione e quindi una soluzione di natura interpretativa circa le disposizioni fiscali in materia di valutazione virtuali e di disciplina degli obblighi antiriciclaggio. Si spera che nei prossimi lavori di ricerca si possono fornire maggiori delucidazioni regolamentati circa le crypto-valute che sono riconducibili ad una particolare giurisdizione poiché censite nel *ledger* che è privo di una territorialità definita.

Articolo: Cripto-attività e strumenti finanziari - distinzione giuridica e implicazioni normative del concetto di “finanziarietà”

di **Elenoire Gazzetti**
Dottoressa di ricerca

ABSTRACT

ABSTRACT

The aim of this paper is to analyze the attempt of the EU legislator to create a single regulatory framework for crypto-assets. This phenomenon has had a growing and rapid expansion and has made it necessary to reflect in-depth on their legal qualification and the related regulatory treatment. In particular, Regulation 1114/2023 (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR) was introduced, the application of which is reserved for those crypto-assets that possess characteristics such that they must be excluded from the application of the pre-existing Directive 2014/65/EU (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II), which instead provides the definition of financial instrument. The potential attribution of crypto-assets to this category depends on the actual characteristics possessed by the same. Specifically, operators therefore find themselves having to evaluate whether or not the crypto-asset possesses a “financial” character. This is a very relevant matter, given that it results in the application of a different regulatory regime, but it is characterised by an inherent complexity, since the verification of the existence of the aforementioned character must be carried out according to the actual function performed and the characteristics of the asset considered.

SINTESI

SINTESI

Il contributo si pone l'obiettivo di analizzare il tentativo del legislatore unionale di creare un contesto normativo unitario le cripto-attività. Tale fenomeno ha avuto una crescente e rapida espansione ed ha reso necessaria una approfondita riflessione sulla loro qualificazione giuridica e sul relativo trattamento normativo. In particolare, è stato introdotto il Regolamento 1114/2023 (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR), la cui applicazione è riservata a quelle cripto-attività che possiedano caratteristiche tali da dover essere escluse dall'applicazione della preesistente normativa Direttiva 2014/65/EU (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II), che reca invece la definizione di strumento finanziario. La potenziale riconducibilità delle cripto-attività a tale fattispecie dipende dalle effettive caratteristiche possedute delle medesime. Nello specifico, gli operatori si trovano quindi a valutare se la cripto-attività possegga o meno carattere di "finanziarietà". Trattasi di una questione di non poco momento, posto che ne deriva l'applicazione di un differente regime normativo, ma caratterizzata da un'insita complessità, in quanto la verifica dell'esistenza di suddetto carattere è da effettuarsi secondo l'effettiva funzione espletata e le caratteristiche dell'asset considerato.

SOMMARIO

1. Considerazioni preliminari: caratteristiche e qualificazione delle cripto-attività*1.1. Il fenomeno dell'economia digitale e la tokenizzazione dell'economia1.2. Le tecnologie di registro distribuito ed il loro funzionamento1.3. Il cambiamento nelle modalità di creazione del valore ed il concetto di valore digitale1.4. Le cripto-attività come beni giuridici ex art. 810 C.c.* - **2**. La definizione di

cripto-attività fornita dal MiCAR - **3**. La nozione di strumenti finanziari ex MiFID II - **4**. Il labile confine tra cripto-attività e strumenti finanziari: il concetto di finanziarietà - *4.1. [Segue] Le espresse esclusioni dall'ambito di applicazione del MiCAR* - **5**. Conclusioni e prospettive de iure condendo

1. Considerazioni preliminari: caratteristiche e qualificazione delle cripto-attività

Il fenomeno delle cripto-attività ha avuto una rapida espansione, modificando le strutture dell'economia e delle imprese che vi operano ed ha imposto ai legislatori e le autorità di definirne una apposita normativa o, quantomeno, effettuare un tentativo di riconduzione, per quanto possibile, a quella già esistente. Questo ha portato il legislatore unionale all'introduzione del Regolamento 1114/2023 (*Markets in Crypto-Assets Regulation*, MiCAR), volto ad introdurre una normativa comune per il settore delle cripto-attività che si sostituisse ai tentativi che erano stati fatti dai legislatori nazionali. Al contempo, tuttavia, il legislatore ha previsto che le disposizioni di cui al summenzionato Regolamento si applicassero solamente a quelle cripto-attività che possedessero caratteristiche tali da dover essere escluse dall'applicazione della preesistente normativa MiFID II. Ne è derivato quindi che gli interpreti hanno dovuto analizzare quei criteri giuridici che consentono di comprendere quando una cripto-attività sia o meno riconducibile alla categoria degli strumenti finanziari, di cui alla Direttiva 2014/65/EU. Suddetta distinzione risulta assumere una notevole rilevanza in quanto determina l'applicazione di un differente regime normativo e, conseguentemente, differenti obblighi per gli operatori di mercato nonché diverse tutele per gli investitori.

Prima di addentrarci nell'analisi delle proposte effettuate in tale ambito, risulta però necessario comprendere di cosa si parli con

riferimento al termine cripto-attività. Secondo il legislatore unionale, una cripto-attività è *"una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analoga"*, *ex* art. 3, par. 1, n. 5, del Regolamento 1114/2023.[1] Suddetto Regolamento, come si analizzerà più approfonditamente nel seguito, rappresenta il tentativo di individuare una normativa per un

[1] Si noti che suddetta nozione risulta essere pressoché analoga a quella fornita dall'OCSE nel *Crypto-Asset Reporting Framework* (CARF). Il CARF è un insieme di linee guida internazionali aventi l'obiettivo di promuovere la trasparenza e lo scambio di informazioni sulle transazioni in cripto-asset. Tale documento è stato diffuso in quanto, vista la natura tipicamente anonima e transfrontaliera di tali asset, si è voluto cercare di contrastare il riciclaggio di denaro, il finanziamento del terrorismo e l'evasione fiscale. Altresì, uno degli elementi chiave di questo documento è rappresentato dalle definizioni chiare e coerenti dei vari termini chiave che sono correlati al fenomeno delle cripto-attività. In aggiunta, come si diceva, suddetta definizione assume una notevole rilevanza, anche perché sarà la medesima a cui poi farà riferimento la disciplina dell'Unione europea.

Tale documento è stato rilasciato dall'OCSE nel 2022. In particolare, come ravvisato da R. Russo, *Uno standard per la trasparenza fiscale sulle cripto-attività: il Crypto-Asset Reporting Framework,* in *Corriere Tributario*, Vol. 46, n. 3, 2023, pp. 290 e ss., nel corso del 2022 si è verificata una forte turbolenza nei mercati *criptovalutari*, dovuta al crollo del *token* Luna e di TerraUSD, che ha, insieme ad ulteriori eventi, portato alla perdita di circa un terzo della capitalizzazione del mercato delle criptovalute. Questo, così come altri accadimenti che hanno minato la stabilità dei mercati di cripto-asset, oltre alla loro immensa e crescente diffusione, avevano richiamato l'attenzione delle Autorità regolamentari di tutto il mondo, già negli anni precedenti. Il G20 ha incaricato l'OCSE nell'aprile 2021 di sviluppare un sistema di regole per lo scambio automatico di informazioni rilevanti dal punto di vista fiscale. Tale incarico sarà portato a termine l'anno successivo, mediante la pubblicazione del CARF, nella sua versione finale, il 10 ottobre 2022.

Tale documento si pone lo scopo di fronteggiare l'impossibilità di ricondurre all'applicazione del *Common Reporting Standard* ("CRS") le cripto-attività che presentino caratteristiche sostanzialmente diverse rispetto alle attività finanziarie tradizionali e alle valute legali. Si noti che, in realtà, già con l'introduzione del CRS erano stati compiuti notevoli passi avanti nella lotta all'evasione fiscale, in particolare a livello transfrontaliero, come ampiamente analizzato in E. Casi et al., *Cross-Border Tax Evasion After the Common Reporting Standard: Game Over?, Proceedings. Annual Conference on Taxation and Minutes of the Annual Meeting of the National Tax Association*, Vol. 111, 2018, pp. 1-45.

Ciò che rileva in questa sede è la definizione che è stata fornita di cripto-attività, che può desumersi dalla lettura combinata della definizione di *crypto-asset* e di *relevant crypto-asset*, presenti nelle sezioni IV.A.1 e IV.A.2 delle *Model Rules*. Si tratta di una rappresentazione digitale di valore che basata sulla *Distributed Ledger Technology* o su una tecnologia similare per la convalida delle

fenomeno altamente innovativo e sfuggente rispetto alle normative preesistenti e di favorire la nascita di un mercato unico per suddetti asset.[2] Le cripto-attività sono quindi definibili come delle unità di valore digitale, che vengono movimentate online, dove le stesse nascono. Il concetto di cripto-attività è sfuggente, perché si tratta di entità strutturabili secondo una pluralità di modalità, che possono attribuire ai titolari diritti estremamente diversi, anche riferiti ad interessi di natura non finanziaria.[3] In conclusione, le cripto-attività sono da considerare la rappresentazione di un rapporto obbligatorio, sulla base del quale sono attribuiti al relativo titolare diritti di varia natura.[4]

È opportuno ora soffermarsi sulla classificazione di tali asset, che risultano comprendere una molteplicità di esempi tra loro eterogenei e che generano spesso confusione. Sovente, quando si parli di cripto-attività, tale termine viene utilizzato come sinonimo di criptovaluta, che invece altro non è che una delle specie rientranti nel genere degli asset crittografati. Le criptovalute in particolare hanno assunto e assumono tuttora un ruolo estremamente importante, perché possono definirsi come il fenomeno che ha portato all'attenzione dei più (nonché dei legislatori) il mondo delle cripto-attività in generale.

---

transazioni e che non sia una valuta digitale emessa da una banca centrale, un prodotto di moneta elettronica o qualsiasi altra cripto-attività per cui l'intermediario ha determinato che non può essere utilizzata per finalità di pagamento o di investimento. Si noti che tale definizione risulta essere maggiormente allineata, rispetto alla bozza di consultazione, a quella di valuta virtuale sviluppata dal FATF ai fini AML/KYC. In particolare, infatti, la bozza non considerava la finalità di pagamento o investimento e ciò avrebbe creato alcune problematiche che erano state fatte presenti da alcuni autori, in fase di presentazione dei commenti al *Final Report*.

[2] Si veda altresì il tentativo definitorio effettuato dall'ESMA, nel documento *Advice to ESMA – Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* (ESMA22-106-1338) del 19 ottobre 2018, in cui le cripto-attività sono state definite come «*generic term for crypto currencies, virtual currencies, virtual assets and digital tokens*».

[3] R. LENER, *Criptoattività e cripto valute alla luce degli ultimi orientamenti comunitari*, in *Giurisprudenza commerciale*, Vol. 50, 2023, pp. 376-387.

[4] M. PIERRO, *Contributo per la nozione di crypto asset e suoi riflessi nell'ordinamento tributario nazionale*, in *Rassegna Tributaria*, n. 3, 2022, p. 583.

Esse nascono come un sostituto vagamente anarchico alle monete *fiat*,[5] in quanto non controllate da un'autorità monetaria centrale, malgrado posseggano varie delle caratteristiche principali delle valute tradizionali[6] – quali la portabilità, la divisibilità, la sicurezza e la durabilità.[7]

Altra categoria rientrante tra le cripto-attività è poi rappresentata dai *token*.[8] I *token*[9] possono offrire vari vantaggi, per esempio il venir meno della necessità di intermediatori e un incremento della trasparenza nelle transazioni (vantaggi in realtà riconducibili alla più ampia e generale categoria delle cripto-attività), ma anche una più facile negoziabilità di asset pressoché illiquidi, facilitandone anche la proprietà frazionata. Si ritiene inoltre possano anche facilitare l'accesso ai finanziamenti privati da parte delle piccole medie imprese. Allo stesso tempo, vanno tuttavia considerati anche dei

---

[5] E. GIRINO, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *Rivista di Diritto Bancario*, Vol. 4, n. 1, 2018, pp. 733-769.

[6] Cfr. C. HARWICK, *Cryptocurrency and the Problem of Intermediation*, in *The Independent Review*, Vol. 20, n. 4, 2016, pp. 569 e ss.

[7] Relativamente a quest'ultima caratteristica in realtà molti operatori rimangono tuttora scettici, si pensi alle parole usate da Mario Draghi, ex Presidente della BCE, secondo cui «Bitcoin o qualcosa del genere non sono davvero valute, sono beni. Un euro è un euro: oggi, domani, tra un mese, è sempre un euro». Questo sentire è molto comune e infatti tutti i principali intermediari finanziari tendono a spingere gli operatori ad operare con la massima cautela. In effetti, buona parte della dottrina ha ravvisato che le criptovalute difficilmente possono considerarsi delle valute, in quanto inidonee a svolgerne le relative funzioni; v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology,* in *Orizzonti del diritto commerciale*, n. 3, 2018, pp. 40 e ss.

[8] Sul concetto di *tokenizzazione*, vedasi il paragrafo successivo.

[9] Nel documento ESMA22-106-1338 suddetto, l'ESMA ha sottolineato «*The term "token" is more neutral as it does not carry the implicit legitimacy of "currency". It is a broad term that encompasses many virtual assets and can be defined by opposing it to account-based assets. An account-based system relies on the ability to verify the identity of the owner, while a token-based one relies on the ability to verify the validity of the token itself 5. A token, like a banknote, is a bearer's asset. Banknotes include multiple physical security features. In the crypto asset world, tokens are secured by cryptographic keys. There are other definitions of tokens and coins, based on the existence of a specific network. We did not use them because it added complexity and did not change in our view at this stage the regulatory evaluation*».

possibili svantaggi, rappresentati dalla incertezza sulla definitività del regolamento o eventuali instabilità delle infrastrutture di mercato e informatiche.[10]

La determinazione di una precisa tassonomia dei *token* è un compito abbastanza complesso; tuttavia, normalmente essi vengono ricondotti ad alcune categorie principali. In primo luogo, si parla di *token* di pagamento, o *payment token*, che operano in modo simile alle valute c.d. *fiat*, potendo infatti essere utilizzati come mezzo di scambio di beni e servizi o come riserva di valore. Tra essi vanno ricondotte anche le criptovalute. I *token* di sicurezza, o *security token*, invece sono dei beni negoziabili e che vengono detenuti a scopo di investimento; normalmente rappresentano strumenti finanziari regolamentati, quali azioni o obbligazioni. Ancora, i *token* di utilità, o *utility token*, sono cripto-attività che assegnano al loro titolare l'accesso a determinate funzionalità di una piattaforma o il diritto di accedere a determinati servizi.[11] Va poi menzionata la categoria dei *token* non fungibili (*Non Fungible Token*, NFT), che sono rappresentativi di diritti di proprietà univocamente riconducibili al titolare, infatti, vengono spesso usati nell'arte digitale e nei giochi, per impedire la copia di creazioni digitali o anche per lanciare opere d'arte digitali.[12] Inoltre, sono da richiamare le *stablecoins*, che sfuggono ad una definizione unanimemente accettata,[13] ma si

---

[10] Cfr. I. NASSR, *Understanding the tokenisation of assets in financial markets*, in *OECD Going Digital Toolkit Notes*, n. 19, OECD Publishing, 2021.

[11] R. LENER, *Criptoattività e cripto valute alla luce degli ultimi orientamenti comunitari*, in *Giurisprudenza commerciale*, Vol. 50, 2023, pp. 376-387.

[12] Cfr. M. PIERRO, *op. cit.*, p. 585. Vedasi altresì il contributo di G. VULPIANI, *Non-Fungible Tokens: An Italian Private Law Perspective*, in *The Italian Law Journal*, Vol. 9, n. 1, p. 365, che in merito al funzionamento degli NFT ha chiarito «*NFTs are created through minting, which is the process of creating a code that contains unique identification and ownership details for a digital asset on a blockchain network. Once NFTs are minted, the NFT creators can sell their work through the NFT market, which links to the user's blockchain account to keep track of transactions and ownership. NFTs function as codes that locate and authenticate a digital image*».

[13] A. FERREIRA, *The Curious Case of Stablecoins-Balancing Risks and Rewards?,* in *Journal of International Economic Law*, Vol. 24, n. 4, 2021, pp. 760 e ss.

caratterizzano per il fatto che il loro valore è ancorato a una o più valute *fiat* o ad un paniere di asset, con lo scopo di ridurre la volatilità tipica delle cripto-attività.[14]

1.1. Il fenomeno dell'economia digitale e la tokenizzazione dell'economia

L'economia digitale è un fenomeno di cui le cripto-attività sono indubbiamente parte. Essa ha cambiato il modo in cui le imprese operano e, soprattutto, producono valore [*v. infra*],[15] mettendo alla prova i modelli di business esistenti e permettendo di dislocare in diversi Paesi l'espletamento delle funzioni imprenditoriali.[16] È complesso fornire una definizione univoca di economia digitale.[17] Piuttosto è possibile ravvisare le principali caratteristiche che, normalmente, possiamo rinvenire nelle attività economiche che la

[14] Per approfondimenti sulle *stablecoins*, cfr. D. AWREY, *Bad Money*, in *Cornell Law Review*, Vol. 106, n. 1, 2020, pp. 43 e ss.; BANCA CENTRALE EUROPEA, *Stablecoins: no coins, but are they stable?,* in *In Focus*, n. 3, 2019; G. TERRANOVA, *Are stablecoins good money? Finding a balance between innovation and consumers' protection: the European and the United States' perspective*, in *Rivista di Diritto Bancario*, n. 3, 2022, pp. 153 e ss.

[15] Cfr. A.I. D'AMBROSIO, *Le sfide della digital economy: la road map* dell'OCSE, Studi *Tributari Europei*, Vol. 9, 2019.

[16] M. LEO, *Quale tassazione per l'economia digitale*, in *Il fisco*, n. 21, 2018, p. 2007.

[17] Un importante tentativo di definizione dell'economia digitale è stato fornito dall'OCSE nel *Report for the G20 Digital Economy Task Force - A roadmap toward a common framework for measuring the Digital Economy*, 2020, segnatamente al paragrafo 2 del capitolo II. In tale sede, è stato chiarito che sussistono diverse definizioni di tale fenomeno e che sono in generale riconducibili a due approcci fondamentali: *bottom-up* e *top-down*. Le definizioni di tipo *bottom-up* definiscono la *digital economy* in via tradizionale, come «*the aggregate of a specific indicator (e.g. the sum of value added, the number of employed people) for an ensemble of industries or sectors identified as actors in the Digital Economy [...] A second, broader subset of bottom-up definitions, defines the Digital Economy as all industries using digital inputs as part of their production process.*». Invece, le definizioni *top-down* «*start from the identification of broad trends at play in the digital transformation and define the Digital Economy as the result of their combined impact, including trends enabled by the progress and adoption of digital technologies by societies*». Tali concetti saranno poi ripresi anche nel successivo documento dell'OCSE "*Investment Promotion and the Digital Economy: a comparative analysis of investment promotion practices across the OECD"*, del dicembre 2021, pp. 2 e ss.

compongono. Un simile tentativo è stato effettuato dall'OCSE nell'ambito del *Final Report* del 2015 del *OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project – Action 1: Addressing the Tax Challenges of the Digital Economy.*[18] Tra le caratteristiche richiamate, rientra, primariamente, una maggiore mobilità, rispetto ai cc.dd. *intangibles,*[19] posto che le aziende digitali fanno molto affidamento sui software e spendono maggiori quote delle proprie risorse per il relativo aggiornamento e sviluppo. Altresì, la mobilità riguarda anche gli utenti, posto che il progresso tecnologico consente agli stessi di svolgere attività da remoto, anche oltre i confini di un determinato stato. Infine, la mobilità si lega alle funzioni aziendali, per effetto del miglioramento delle telecomunicazioni, dei software di gestione ed ha ridotto i costi gestionali e di coordinamento. Ciò ha portato ad una crescente dematerializzazione dell'impresa stessa[20] e delle sue strutture interne.[21]

Altre caratteristiche sono poi un maggior affidamento ai dati, la presenza di effetti di rete, relativamente alla partecipazione degli utenti e la relativa integrazione, l'uso di modelli aziendali multilaterali, in cui le parti possono appartenere a giurisdizioni diverse. È stata altresì ravvisata una forte tendenza al monopolio o all'oligopolio, soprattutto laddove il modello aziendale sia particolarmente legato

[18] Segnatamente, vedasi il § 4.3. *Key features of the digital economy*.

[19] Per un approfondimento sul tema, vedasi J. WINTERHALTER, *The Physical, Human Driven Digital Economy: The Overvaluation of Intangibles and its Effects on Tax and Society*, in *International Tax Studies*, n. 3, 2023.

[20] Sul punto, v. J. HASKEL - S. WESTLAKE, *Capitalism without Capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, 2018, pp. 15 e ss.

[21] L'OCSE si è interessato di tale aspetto, con l'*Interim Report* del 2018, relativo al *Base Erosion and Profit Shifting Project – Tax Challenges Arising from Digitalisation*, in cui ha sottolineato: «*The digital transformation is changing the way people interact with each other and society more generally, raising a number of pressing issues in the areas of jobs and skills, privacy and security, education, health as well as in many other policy areas. Digitalisation is an important source of entrepreneurship, lowering barriers to entry and more broadly affecting the business environment by bringing down transaction costs, increasing price transparency and improving productivity*».

agli effetti di rete; nonché una maggior volatilità, per effetto delle basse barriere all'ingresso e della rapida evoluzione tecnologica.

La particolarità delle cripto-attività sta però nel fatto che, non solo si affiancano alle strutture economiche preesistenti, ma propongono un sistema assolutamente senza precedenti. Tali strumenti infatti rappresentano sicuramente una delle modalità attraverso cui la tecnologia ha contaminato la finanza, ma vi è una differenza sostanziale da ravvisare rispetto ad altri già esistenti nel passato. Infatti, mentre esistono una serie di strumenti di natura tecnologica che si pongono in una situazione servente rispetto alla finanza (si pensi all'*e-banking* o al *trading online*), in questo caso invece la tecnologia assume una natura autonoma e si pone come strumento alternativo a quelli già esistenti,[22] portando novità rilevanti quali la decentralizzazione e la generale assenza di un intermediario.[23] In effetti, si può ritenere che soprattutto il fenomeno criptovalutario sia da considerarsi il passaggio finale di quel processo di digitalizzazione dei pagamenti, sulla base del fatto che *«as economists have emphasized, there is a continuum between two extreme – public and private, permissionless and permissioned – blockchains»*.[24] Il fenomeno delle cripto-attività, inoltre, non solo fa parte della *digitalizzazione* dell'economia, ma consente di compiere un passo oltre, verso la *tokenizzazione* della stessa, ossia quel processo

[22] Cfr. G. GHIDINI - E. GIRINO, *Criptovalute, criptoattività, regole e concorrenza: la ricerca imperfetta di un equilibrio perfetto*, in *Financial Innovation tra disintermediazione e mercato*, Giappichelli, Torino, 2021.

[23] Interessante il contributo di S. CAPACCIOLI, *Sviluppo storico sui fondamentali documenti per arrivare al bitcoin*, in S. CAPACCIOLI (a cura di), *Cripto-attività, criptovalute e bitcoin*, Giuffrè, Milano, 2021, p. 54, che ha ravvisato come nella struttura tecnica di tali tecnologie, possiamo apprezzare l'essenza della volontà per cui le stesse nascono: «creare un sistema che non richieda un emittente, un controllore ovvero un ente terzo costruito in maniera totalmente decentralizzata resistente, resiliente e che permetta lo scambio diretto, sicuro, senza delegare tale ruolo all'esterno del rapporto».

[24] G. GIMIGLIANO, *Payment Tokens and the Path Towards MiCA*, in *The Italian Law Journal*, Vol. 8, n. 1, 2022, p. 363.

attraverso cui un dato sensibile[25] viene convertito in un dato non significativo grazie al ricorso alla crittografia.[26]

La *tokenizzazione* può avvenire in due principali modalità.[27] In primis, vi è la *tokenizzazione* di asset reali che esistono *off-the-chain*. Essa si sostanzia nel rappresentare digitalmente degli asset fisici su registri distribuiti, in modo che il valore economico ed i diritti che derivano da tali asset reali e fisici, sono incorporati in *token*. Questo comporta la contemporanea esistenza di risorse reali e di *token* all'interno della *blockchain* (c.d. *digital twin*).[28] Esiste poi una seconda tipologia di *tokenizzazione*, che comporta invece la nascita di *token* nativi online che esistono solo nel registro distribuito.[29]

La *tokenizzazione* offre vari vantaggi, tra cui guadagni di efficienza, per effetto dell'automazione e del venir meno della necessità di intermediazione. Altresì favorisce la trasparenza e la sicurezza delle transazioni grazie all'utilizzo delle tecnologie di registro distribuito e migliora la negoziabilità di asset con liquidità quasi assente.[30]

---

[25] Come si vedrà nel seguito [*v. infra*], un elemento centrale per la creazione di valore nell'ambito dell'economia digitale è rappresentata proprio dai dati. Così come sottolineato da A.M. BAL, *(Mis)guided by the Value Creation Principle – Can New Concepts Solve Old Problems?*, in *Bulletin for international taxation Online*, Vol. 72, n. 11, 2018, p. 1, «*data is another input in business processes. It should be treated no differently than raw materials and inventories*».

[26] R. DE CARIA, *Il diritto di fronte alla tokenizzazione dell'economia*, in *i-lex*, num. speciale Blockchain, n. 1, 2019, p. 86.

[27] Così come ravvisato dall'OCSE nel documento *The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets*, in *OECD Blockchain Policy Series*, 2020.

[28] Cfr. I. NASSR, *op. cit.*

[29] Nel documento dell'OCSE *"The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets"*, *cit.*, p. 12, è stato chiarito: «*Tokens issued in ICOs are generated within the blockchain and are not backed by an off-chain security or other asset. This has important implications for market structure and governance, given that tokens issued in ICOs are independent of the conventional, off-chain part of the market*».

[30] Per approfondimenti vedasi il documento *Tokenisation of Assets and Distributed Ledger Technologies in Financial Markets: Potential impediments to Market Development and Policy Implications*, in *OECD Business and Finance Policy Papers*, n. 75, OECD Publishing, Paris, 2025, pp. 8 e s.

1.2. Le tecnologie di registro distribuito ed il loro funzionamento

Conoscere il funzionamento delle cripto-attività richiede la conoscenza in via dettagliata della tecnologia di registro distribuito (*Distribute Ledger Technology* – DLT) e della *blockchain*, che, lo si anticipa, non è sinonimo di DLT, ma ne rappresenta una tipologia. In buona sostanza, tutte le *blockchain* sono DLT, ma non tutte le DLT sono *blockchain*. La DLT è infatti un concetto generico che indica qualsivoglia tecnologia che permette la registrazione e condivisione di dati su più nodi di un *network*, senza che esista e sia necessaria un'autorità centrale.[31] Le tecnologie DLT sono state altresì definite dal legislatore nazionale con il D.L. 14 dicembre 2018, n. 135, recante disposizioni urgenti in materia di sostegno e semplificazione per le imprese e per la pubblica amministrazione. In particolare, l'art. 8-*ter* prevede che si tratti delle *"tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturalmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili"*.[32]

---

[31] Un aspetto centrale delle DLT è rappresentato dai meccanismi di consenso che, secondo il contributo di J. VAN DER LAAN, *Understanding Blockchain*, in M. ARTZT - T. RICHTER (a cura di), *Handbook of Blockchain Law. A Guide to Understandingand Resolving the Legal Challenges of Blockchain Technology*, Wolters Kluwer, 2020, p. 58, devono essere di grado di ottenere: «*Termination (or liveness) means that all nodes on the network follow a (multi-stage) process which ends, i.e., it eventually decides on a value of something with respect to which consensus is sought. Agreement (sometimes also called consistency or safety) means that some majority of valid nodes can reach an agreement on the same value. Validity means that the value proposed for consensus is introduced by a process agreed upon within the network*».

[32] Tale nozione non è stata accolta unanimemente in dottrina, cfr. G. BEFANI, *Certezza, consenso e certificazioni informatiche: problemi e prospettive di un approccio giuridico al fenomeno delle tecnologie basate sui registri distribuiti*, in *Il diritto dell'economia*, n. 2, 2021, pp. 83 e s., che ha sostenuto che malgrado essa appaia lineare, possiede varie criticità, in particolare il fatto che il co. 3 del summenzionato articolo prevede che *"la memorizzazione di un documento informatico attraverso l'uso di tecnologie basate su registri distribuiti produce gli effetti giuridici della validazione temporale elettronica di cui all'articolo 41 del*

La *blockchain* è una tipologia di DLT che si caratterizza per l'esistenza di blocchi collegati in via crittografata.[33] Le DLT hanno il pregio di non aver bisogno di un soggetto intermediario ed il necessario affidamento da fare su di esso. Ciò è possibile grazie, appunto, alla distribuzione del *ledger* in copie uguali nell'ambito del *network* stesso. Ciò garantisce la sicurezza delle informazioni, assieme al fatto che sussistono meccanismi di controllo reciproco. Tali meccanismi di controllo non sono affidati infatti ad un soggetto centrale, bensì a tutti coloro che abbiano scelto di concorrere alla gestione della fase di controllo, mediante appositi meccanismi di consenso.[34] L'attività di validazione dei nodi è volta ad evitare il *double spending*, ossia evitare che un determinato soggetto possa spendere più di quanto realmente possieda. Si parla, in particolare del mondo Bitcoin, di UTXO, ossia *Unspent Transaction Output*. Questo

---

regolamento (UE) n. 910/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014". Secondo l'autore tuttavia «la scelta normativa di equiparare la *blockchain* alla validazione temporale elettronica "semplice", lascerebbe perciò intendere l'espressa esclusione degli ulteriori effetti riconosciuti dalla validazione temporale elettronica "qualificata", [...] lasciando, pertanto, al libero apprezzamento del giudice la valutazione sull'ammissibilità probatoria della validazione "semplice"», e generandosi quindi un «vuoto regolamentare, atteso che [...] qualsiasi supporto documentale rappresentativo di un fatto può essere prodotto come prova anche nel giudizio civile o nel processo amministrativo».

[33] La crittografia è una branca della matematica a cui si ricorre per proteggere le informazioni affinché i soggetti non autorizzati non possano accedervi, rendendole illeggibili per qualunque soggetto diverso dal destinatario delle stesse, che invece viene dotato degli strumenti necessari per accedervi, la c.d. chiave. Come ravvisato da in S. CAPACCIOLI, *Sviluppo storico sui fondamentali documenti per arrivare al bitcoin*, *cit.*, a questo punto sorge tuttavia il problema di scambiare la chiave in modo sicuro. Per tale ragione viene fornita a ciascun utente una chiave pubblica ed una chiave privata: solo la chiave privata può essere usata per decifrare l'informazione. La chiave pubblica, quindi, è una sorta di IBAN bancario, un identificativo attraverso cui si ricevono le transazioni di cripto-attività. La chiave privata invece è l'informazione più delicata, perché solo mediante essa si potrà effettivamente accedere alle e disporre delle cripto-attività di cui si sia titolari.

[34] Cfr. S. CAPACCIOLI, *Sviluppo storico sui fondamentali documenti per arrivare al bitcoin, op. cit.*, in cui l'autore ha altresì sottolineato che «chiunque collegato al *network peer-to-peer*, decida di installare l'applicativo diviene un nodo (si parla di *permissionless* proprio perché non vi è autorizzazione per partecipare) che verifica e autorizza le tx [*transazioni crittografate*] per immetterle nel sistema affinché vengano inserite in un blocco e siano rese pubbliche e immutabili».

significa banalmente che possono essere utilizzati nella transazione, solo quegli asset che siano stati ricevuti ma che non siano stati oggetto di spesa.

Per spiegare quanto accade ogni volta che scegliamo di effettuare una transazione, dobbiamo immaginare che la stessa venga inviata nel *network* e messa "in coda" per essere compresa in un determinato blocco. L'operatore che voglia effettuare una transazione dovrà definire *input* ed *output*, l'*address* (la chiave pubblica) a cui si voglia destinare la transazione e confermare l'operazione con una sorta di firma, ossia mediante il ricorso alla c.d. chiave privata. Si noti che quest'ultima assume un'estrema rilevanza e rappresenta un'informazione che l'operatore non dovrà per alcuna ragione diffondere, in quanto è proprio la chiave privata a legittimarlo ad effettuare transazioni con le cripto-attività possedute.[35] È tale sistema che consente di ovviare la mancanza di un intermediario centralizzato e che permette l'autenticazione dell'operazione. «La firma digitale, in informatica, rappresenta l'insieme dei dati in forma elettronica, allegati oppure connessi tramite associazione logica ad altri dati elettronici, utilizzati come metodo di identificazione informatica».[36] Infine, la transazione, consistente sostanzialmente in una disposizione di trasmissione di una serie di asset individuati ad un certo beneficiario, viene portata a conoscenza dell'intero *network* mediante l'inserimento in un blocco informatico, che dovrà essere validato. Resta allora da chiedersi come ciò accada. I principali meccanismi di consenso per convalidare qualsiasi nuova operazione o transazione

[35] Si noti inoltre che la chiave privata può essere conservata in un *wallet* gestito da operatori economici, che quindi detengono, in ultima analisi, anche le cripto-attività stesse, oppure dal medesimo titolare dei *token*. Vedasi il contributo di M. PIERRO, *Le cripto-attività e l'imposizione diretta dopo la Legge di Bilancio 2023*, in G. RAGUCCI (a cura di), *Fisco Digitale - Cripto-attività, protezione dei dati, controlli algoritmici*, Giappichelli, Torino, 2023, pp. 11 e ss., che ha ravvisato «consente di localizzare il contribuente in un mercato diffuso e aterritoriale – quale è quello virtuale, e, di conseguenza, di individuare la legislazione impositiva e, non solo, applicabile ai proventi generati dai *crypto-asset*».

[36] S. CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, Giuffrè, Milano, 2015, p. 38.

che avvenga sulla rete sono riconducibili a due tipologie: *Proof of Work* e *Proof of Stake*.

Nel caso di meccanismo di consenso di tipo PoW, i nodi partecipano al processo di *mining*. I c.d. *miner* si avvalgono di *hardware* e notevoli quantità di energia per *risolvere* il blocco che si è formato con le transazioni avvenute in un determinato periodo di tempo. In particolare, possiamo semplificare distinguendone una parte fissa, che è rappresentata dalle suddette transazioni e l'indicazione dell'*hash* del blocco precedente, ed una variabile che invece è quella che va, per così dire, scoperta dal *miner* stesso per risolvere il blocco. Tale parte viene definita *nonce* (*number only used once*, letteralmente numero usato una sola volta), ed i *miner*, mediante una serie di tentativi casuali, devono trovarne un valore tale che, quando inserito nella funzione di *hashing*, generi un valore inferiore alla difficoltà definita come target. In particolare, nel caso dei Bitcoin, ad esempio, il tempo tra la creazione di un blocco ed un altro è definito (pari a 10 minuti), così come è conosciuto il c.d. *hashrate* (ossia la potenza totale posseduta dai *miner*), la difficoltà viene quindi definita di conseguenza, ossia assicurando che il tempo sia mantenuto costante. Ne deriva che all'incrementare dell'*hashrate*, la difficoltà verrà aumentata di conseguenza, affinché il tempo rimanga costante. Quando venga validato un blocco, i *miner* vengono remunerati con delle cripto-attività (per rifarci all'esempio effettuato, i *miner* saranno remunerati con un numero definito di Bitcoin), generando così nuove attività. In sintesi, «*the hash algorithm then comes up with a complex mathematical computation in which each participating node tries to provide a solution to using the SHA (Secure Hash Algorithm) - 256 hash function. As soon as a solution is provided to the mathematical computation by a node, the particular prerequisites by the proof of work scheme is then thought to be met and this now becomes 'block'*».[37] L'*hash* assume una notevole rilevanza nell'assicurare la

[37] V. MORABITO, *Business Innovation Through Blockchain. The B3 Perspective*, I ed., Springer Verlag, Berlino, 2017, p. 10.

sicurezza ed immodificabilità della *blockchain* in quanto consente di confermare che un determinato dato posto come input non sia stato alterato.[38] Chi ha scoperto l'*hash*, inoltre, si vedrà assegnata una ricompensa, pari all'ammontare delle *fee* pagate da coloro che avevano inserito delle transazioni nel blocco validato.[39] Ne deriva quindi che è attraverso lo stesso *mining* che si generano nuove cripto-attività, che saranno aggiudicate a chi usi la maggior potenza computazionale ai fini della risoluzione del problema matematico menzionato. Ecco perché possiamo ritenere che nel caso di ricorso al PoW, la competizione tra i diversi minatori dipende pertanto dalla mera potenza dei computer[40] posseduti, che è rappresentata dal suindicato *hashrate*. Proprio per l'elevatissimo grado di tecnicità, il dispendio di energia, come accennato, assume dimensioni spropositate.

Nel caso di meccanismi di controllo PoS «non si prevede alcuna competizione matematica, ma soltanto il versamento di un apposto deposito cauzionale (c.d. *stake*) da parte dei nodi validatori [...] stimolati ad operare legittimamente nei confronti della rete, pena la corruzione del sistema intero e, quindi, la perdita del deposito versato».[41] In tale caso, infatti, ciascun nodo detiene una determinata quantità di cripto-attività, tale da indurlo a voler evitare che possano verificarsi delle frodi che possano in qualche modo ridurre il valore delle attività in *stake*. Infatti, ogni volta che si aggiunge un blocco alla catena, viene definito chi dovrà generare quello successivo sulla base

---

[38] Cfr. J. VAR DER LAAN, *op. cit.*, p. 26: *«If a reapplication of the cryptographic hash function to a (copy of the) data set generates the same hash digest, then it is certain that the data set has not been altered and/or that the copy of the data is the same as the original»*.

[39] P.L. BURLONE, *La decentralizzazione e i sistemi di consenso sul dato*, in S. CAPACCIOLI (a cura di), *Cripto-attività, criptovalute e bitcoin*, Giuffrè, Milano, 2021, p. 90.

[40] Cfr. F. SALEH, *Blockchain without Waste: Proof-of-Stake*, in *The Review of Financial Studies*, Vol. 34, n. 3, 2021, pp. 1156 e ss.

[41] P. RUBECHINI, *Digitalizzazione - Criptoattività e blockchain*, in *Giornale di diritto amministrativo*, Vol. 29, n. 2, 2023, p. 263 e ss.

di un algoritmo apposito, che può avere vari metodi di selezione alla base.[42]

In conclusione, mentre nelle cripto-attività con meccanismo di consenso di tipo PoW, l'*hashrate* e il numero dei blocchi validati sono positivamente correlati, perché come si diceva prima, maggiore è la capacità computazionale di cui si dispone e maggiore è la probabilità di successo, nel caso di cripto-attività PoS, invece, il c.d. *forging* (che corrisponde all'attività di *mining*, ma nel caso di *Proof of Stake*) è solo in parte correlato alla potenza di cui si dispone, ma, a seconda dei diversi meccanismi implementati, possono rilevare altri fattori.[43] Il modello di validazione PoS viene utilizzato ad esempio nel caso di Ethereum, dove «i validatori mettono esplicitamente in *staking* il capitale sotto forma di Ether, in un contratto intelligente su Ethereum».[44]

1.3. Il cambiamento nelle modalità di creazione del valore ed il concetto di valore digitale

Il sopravvento delle tecnologie di registro distribuito e l'impiego sempre più diffuso di cripto-attività ha dato vita ad un dibattito sull'esistenza del valore digitale, sia nella dottrina interna che internazionale.[45] Secondo una parte della dottrina la presenza di un nuovo valore è rimasta un concetto di portata meramente teorica, priva di una sostanziale dimostrazione.[46] In aggiunta, quando si parli

---

[42] P.L. BURLONE, *op. cit.*, p. 91.

[43] Cfr. K. STYLIANOU - N. CARTER, *The size of the crypto economy: calculating market shares of cryptoassets, exchanges and mining pools*, in *Journal of Competition Law and Economics*, Vol. 16, n. 4, 2020, pp. 511 e ss.

[44] Tale informazione è acquisita dal sito ufficiale di Ethereum, *www.ethereum.org.*

[45] Contributo interessante è quello ad esempio di G. CORASANITI, *L'imposta sui servizi digitali: una vera rivoluzione, oppure il messaggio in una bottiglia gettata in mare per i posteri?,* in *Diritto e Pratica Tributaria*, Vol. XCII, n.1, 2022.

[46] Cfr. A.M. BAL, *op. cit.* L'autrice ritiene, infatti, che non esista una definizione oggettiva di valore, posto che qualsiasi cosa potrebbe contribuire alla creazione di esso e, dal punto di vista fiscale, sebbene siano tutti d'accordo sull'opportunità e necessità di tassare il valore, non si trova la medesima unanimità sulla sua

di valore – seppur non esista una teoria universale del valore – va menzionata la distinzione tra teoria oggettiva e soggettiva. Gli economisti fautori della prima sostengono che il valore sia un diretto derivante delle risorse e dei fattori produttivi impiegati nella produzione del bene considerato. Secondo la teoria soggettiva, invece, il valore deriva da una valutazione soggettiva dei soggetti economici interessati al bene oggetto della valutazione stessa. Va poi sottolineato che la questione relativa alla definizione del valore, come si diceva, è divenuta ancor più complessa in tempi recenti, posto lo sviluppo di tecnologie sempre più avanzate e la contemporanea nascita di forme strutturali diverse mediante cui possono operare le imprese.[47]

Da questa evoluzione ne deriva che, in primo luogo, come affermato da recenti studi, risulta pressoché impossibile attribuire la creazione di valore ad una attività o territorio specifici e determinati.[48]

---

definizione.

[47] G. FRANSONI, *Note sul presupposto dell'imposta sui servizi digitali*, in *Rassegna Tributaria*, n. 1, 2021, p. 26.

[48] Anche l'OCSE si è preoccupato di tali innovazioni ed il progetto BEPS (*Base Erosion and Profit Shifting*) assume particolare rilevanza perché, così come ravvisato da P. PISTONE ET AL., *The 2019 OECD Proposals for Addressing the Tax Challenges of the Digitalization of the Economy: An Assessment,* in *International Tax studies*, n. 2, 2019, p. 8, rappresenta la prima volta in cui, in merito all'economia digitale e, di conseguenza anche alle cripto-attività, che si ammise a livello internazionale l'inadeguatezza della disciplina preesistente. Nello specifico, l'*Action* 1 del progetto BEPS è stata una delle prime azioni intraprese volte a fronteggiare le sfide poste dall'economia digitale, cercando delle soluzioni fiscali adeguate, che consentissero di tassare gli utili nel luogo di effettiva produzione, dato che le regole fiscali esistenti non erano adeguate. Così come sostenuto da C. BUCCICO, *Problematiche e prospettive della tassazione dell'economia digitale*, in *Diritto e processo tributario*, n. 3, 2019, pp. 255-286, da tali aspetti deriva che la ricchezza prodotta dalla *digital economy* «non si lascia attrarre a tassazione, a causa dell'assenza di un legame fisico con il territorio dello Stato in cui la ricchezza stessa è creata, rendendo di difficile implementazione i classici strumenti dell'imposizione fiscale transnazionale».

La principale problematica era infatti derivante dal fatto che, in ambito di tassazione internazionale, un ruolo fondamentale era svolto dalla presenza fisica del contribuente considerato (che si trattasse o meno di una impresa) affinché la suddetta possa essere assoggettata a tassazione nello stato considerato. Secondo A. BA MORENO - Y. BRAUNER, *Taxing the digital economy Post BEPS... Seriously*, in *University of Florida Levin College of Law Research Paper*, 2019, p. 34, era proprio la normativa OCSE a sottolineare come non potesse essere

In secondo luogo, i fattori che contribuiscono alla sua determinazione stanno via via modificandosi in base alle attività poste in essere e la natura dei prodotti che, per così dire, generano il valore stesso.[49] Inoltre, posto anche che si è ritenuto che il fattore determinate nella realizzazione del *"surplus"* di valore fosse la conoscenza, ed in particolare la sua creazione e uso, vista la sua natura indeterminata, la definizione e localizzazione del valore diviene ancor più complessa.[50]

---

soggetta a tassazione l'impresa che non avesse una presenza *significativa* nella giurisdizione considerata, derivandone il principio per cui *domestic presence justifies domestic taxation*.

Tale principio fa fatica ad applicarsi alle imprese della *digital economy*, che difficilmente hanno una presenza fisica laddove producono reddito. Sul punto si vedano i seguenti contributi: S.B. LAW, *Base erosion and profit shifting - an action plan for developing countries,* in *Bulletin for international taxation*, Vol. 68, n. 1, 2014, pp. 41 e s.; R. ZIELKE*, The Changing Role of Tax Heavens - An Empirical Analysis of the Tax Heavens Worldwide,* in *Bull. Intl. Taxn*, Vol. 65, n. 1, 2011; R. ZIELKE, *International Tax Planning with Tax Havens – Objectives and Strategies in a Multinational Group of Affiliated Corporations*, in *Bull. Intl. Taxn*, Vol. 65, n. 2, 2011; J. HEY, *"Taxation where value is created" and the OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Initiative,* in *Bulletin for International Taxation*, Vol. 72, n. 4-5, pp. 203 e ss. Con riferimento alla dottrina italiana, si rinvia invece a L. CARPENTIERI, *La crisi del binomio diritto-territorio e la tassazione delle imprese multinazionali,* in *Rivista di Diritto Tributario*, Vol. 1, n. 4, 2018, pp. 351 e ss.; L. CARPENTIERI ET AL., *Tassazione di impresa ed economia digitale,* in *Economia italiana*, n. 1, 2019, pp. 65 e ss.; S. CIPOLLINA, *I redditi "nomadi" delle società multinazionali nell'economia globalizzata,* in *Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze*, n. 1, 2014, pp. 21 e ss.; A.I. D'AMBROSIO, *Le sfide della digital economy: la road map dell'OCSE,* in *Studi Tributari Europei*, Vol. 9, n. 1, 2019, pp. 7 e ss.; C. SACCHETTO, *L'evoluzione del principio di territorialità e la crisi della tassazione del reddito mondiale nel paese di residenza,* in *Rivista di Diritto Tributario Internazionale*, Vol. 2, pp. 35 e ss.

[49] Sulla trasformazione delle modalità di creazione del valore si veda il summenzionato *Interim Report* dell'OCSE del 2018, che ne fa una puntuale analisi nel Capitolo II *"Digitalisation, business models and value creation"*. In tale sede, vengono classificati i diversi processi di creazione del valore, che vengono distinti in tre gruppi: *value chains*, *value networks* e *value shops*. Per un approfondimento sulla questione, vedasi G. CORASANITI, *La creazione di valore secondo i principi* internazionali, in *Diritto e processo tributario*, n. 1, 2021, pp. 39 e s.; R.R. DAS, *The Concept of Value Creation: Is It Relevant for the Allocation of Taxing Rights?*, in *Bulletin for International Taxation*, Vol. 74, n. 3, 2020; R.M. KYSAR, *Value creation: a dimming lodestar for the international taxation*, in *Bulletin for International Taxation*, Vol. 76, n. 4/5, 2020, pp. 216 e ss.

[50] W. HASLEHNER - M. LAMENSCH, *General report on value creation and taxation: outlining the debate*, in *Taxation and value creation – EATLP Annual Congress Vienna 18-20 June 2020*, Vol. 19, IBDF, 2021, pp. 3 e ss.

Sicuramente, le difficoltà esposte derivano dalle caratteristiche della c.d. *digital econonomy*, fenomeno che comprende quello delle cripto-attività, oltre che il commercio elettronico e le modalità di finanziamento in rete. Tali caratteristiche sono rappresentate primariamente dalla a-territorialità dell'economia digitale, che risulta essere priva di «nessi tangibili di collegamento con il territorio di creazione della ricchezza».[51] Altra qualità, diretta conseguenza della prima, è la transnazionalità e lo scostamento tra il luogo di consumo e di produzione. Si aggiunga poi che trattasi di un fenomeno dematerializzato, in quanto basato su scambi privi di tangibilità, e notevolmente volatile, per via del costante mutamento ed evoluzione delle tecnologie su cui la stessa si basa.

Tornando all'interrogativo iniziale sull'esistenza o meno di nuovo valore generato dalle cripto-attività, dobbiamo sottolineare che quando si tratti di valore e della sua creazione, vanno distinti il concetto di valore d'uso e valore di scambio.[52] In primo luogo, lo *use*

[51] C. BUCCICO, *op. cit.*

[52] Questa distinzione non è certamente moderna, anzi affonda le sue radici nella scuola marxista. È infatti proprio Marx a sostenere che ciascuna merce possegga in primis un valore d'uso, ossia un valore intrinseco, derivante dalla utilità potenzialmente ritraibile dal suo utilizzo. Distinto è invece il valore di scambio, ossia determinatosi, a partire sicuramente dal primo valore analizzato, sul mercato per effetto, appunto degli scambi. Tale valore deriva, secondo Marx, dalla quantità di fattori produttivi, ed in particolare di lavoro, che è necessaria per ottenere quel bene considerato. In effetti, la creazione di valore possiamo sostenere sia da distinguersi in due fasi fondamentali: la prima è quella di natura produttiva, in cui il bene viene materialmente realizzato mediante l'impiego di fattori produttivi, la cui combinazione assume un valore maggiore rispetto alla sommatoria dei valori intrinsechi di singoli fattori. Tra questi fattori — come anticipato, già secondo Marx, ma tale impostazione è sostenuta ampiamente anche tra gli economisti odierni — un ruolo principe è assunto dal fattore umano, inteso non solo, e non tanto, come manodopera, ma soprattutto come conoscenze e la capacità di generarne ulteriori (c.d. capitale umano o intellettuale). La seconda risulta essere invece rappresentata dalla reazione della domanda nei confronti di tale bene, da cui deriverà la fissazione del prezzo. Il c.d. *exchange value* è altresì definito da C. BOWMAN - V. AMBROSINI, *How value is created, captured and destroyed*, in *European Business Review*, Vol. 22, n. 5, 2010, pp. 480 e ss., come quella somma monetaria che viene scambiata tra l'impresa ed i suoi clienti o fornitori, all'atto dello scambio dei valori d'uso, che vengono in tale fase convertiti quindi in valore di scambio, mediante la cessione nei mercati dei fattori o dei prodotti.

value deriva dalla sicurezza e dal consenso.[53] La sicurezza è da considerarsi come la certezza che i dati non possano essere alterati, impedendo il c.d. *double spending*.[54] Il consenso invece è inteso come la convalidazione di tutto il *network* digitale in cui è scambiato l'asset crittografato stesso. Ovviamente, il consenso è una parte inscindibile della sicurezza. L'altra componente, ossia l'*exchange value*, invece si determina per effetto dell'interesse degli operatori alla fruizione del bene e il prezzo che essi sono conseguentemente disposti a pagare. In effetti, «è l'interesse che si manifesta nelle transazioni di mercato che concretizza le potenzialità dello *use value* trasformandolo in *exchange value*».[55] Potendo assumere che chi sceglie di cedere un determinato bene, lo faccia allo scopo di ottenere un valore maggiore rispetto a quello sostenuto per il suo ottenimento – sia che si tratti di un costo di produzione o di acquisizione – «la stessa transazione dovrebbe rendere evidente che l'*exchange value* attualizza lo *use value* aggiungendovi un *plus* di valore».[56] Da tali manifestazioni di interesse e dal generale interagire tra domanda e offerta, si formano i prezzi, che seppur risultino essere estremamente volatili, consentono di quantificare il valore assunto dalla cripto-attività considerata, normalmente in base ad una moneta *fiat*. In conclusione, sulla scorta di quanto detto, possiamo ritenere che esista un valore creato dalle cripto-attività, composto dal valore d'uso e di scambio. In effetti, la DLT rappresenta quindi una modalità innovativa di circolazione della

---

[53] Cfr. A. PERRONE, *Sull'esistenza di un nuovo valore digitale e sua rilavanza fiscale: il caso dei crypto-asset*, in *Rassegna Tributaria*, n. 2, 2023, pp. 268-308.

[54] Chiaramente, la variabile fondamentale che attribuisce sicurezza a tali tecnologie è quindi rappresentata proprio dalla decentralizzazione ed il consenso distribuito. Cfr. il contributo di A. O' SULLIVAN, *Ungoverned or anti-governance? How Bitcoin threatens the future of western institutions,* in *Journal of International Affairs*, Vol. 71, n. 2, pp. 90-102, che in merito al caso dei Bitcoin ha sottolineato: *«the total supply of Bitcoin is hard-coded into the protocol to grow at a predetermined rate that is inelastic to the vicissitudes of demand. This means that Bitcoin users do not need to fear unanticipated monetary manipulation»*.

[55] A. PERRONE, *op. cit.*

[56] A. PERRONE, *op. cit.*

ricchezza, che rafforza la fiducia e consente il miglioramento dell'efficienza delle transazioni mediante l'eliminazione degli intermediari e l'aumento della trasparenza delle transazioni, ridisegnando conseguentemente le catene del valore.[57]

1.4. Le cripto-attività come beni giuridici ex art. 810 C.c.

Potendo ritenere che le cripto-attività siano entità rappresentative di valore, appunto, crittografato, dobbiamo chiederci adesso se possano assurgere o meno a beni giuridici, secondo la definizione di cui all'articolo 810 C.c.[58]

---

[57] Risoluzione del Parlamento europeo del 3 ottobre 2018 sulle Tecnologie di Registro Distribuito e *Blockchain*: creare fiducia attraverso la disintermediazione, consultabile al seguente link: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52018IP0373.

[58] A ben vedere, sebbene la formulazione dell'art. 810 C.c. sembri essere notevolmente chiara, essa apre in realtà una serie di questioni ermeneutiche, posto che, come ravvisato da G. PINO, *Contributo alla teoria giuridica dei beni*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, n. 1, 1948, p. 835, proprio per la sua ampiezza definitoria, risulta poter essere interpretata in svariate modalità. Secondo M. COSTANTINO, *I beni in generale*, in *Tratt. Rescigno*, Vol. I, UTET, Torino, 2005, p. 3, tale disposizione sarebbe priva di valore prescrittivo in quanto non definisce né qualifica i beni giuridici, ma assurge a «strumento per verificare perché e in che modo le cose sono "beni" secondo l'ordinamento giuridico e, quindi, possono essere oggetto di diritti». In sostanza quindi, una parte della dottrina ha ravvisato l'esistenza di una tautologia in tale norma perché, pur definendo i beni come le cose che possono essere potenzialmente oggetto di diritti, non definisce un criterio di distinzione tra ciò che può o non può formarne oggetto. In ragione di quanto esposto, tale disposizione è stata ritenuta priva di funzione regolatrice propria, bensì una norma di rinvio ad altre disposizioni che invece meglio definiscono le modalità di distinzione dei beni giuridici da ciò che invece non lo è. Spetta allora all'interprete il difficile compito di definire tali confini. Ancora, secondo Z. ZENCHOVICH, *Cosa*, in R. SACCO (a cura di), *Digesto delle Discipline Privatistiche - Sezione civile*, IV Ed., UTET, Torino, 1989, pp. 438-460, gli approcci a cui si può ricorrere a tal fine sono diversi. È ad esempio possibile ricorrere ad un approccio rigidamente normativo, che risulterebbe probabilmente infruttuoso per via del tentativo ostinato di trovare una definizione di bene giuridico basandosi meramente sulle intenzioni del legislatore (la *ratio legis*), oppure si potrebbe ricorrere ad un approccio sociologico, ricercando nelle radici della società considerata, la nozione interiorizzata di bene (e di cosa). Si può poi scegliere di optare per un approccio formalista, cercando la definizione logico-filosofica di tali termini ma, pare superfluo sottolineare, sarebbe ben poco utile in ambito di diritto positivo. Piuttosto è, secondo l'autore, da preferirsi un approccio teleologico, chiedendosi cioè quale sia la ragione dell'esistenza di una teoria dei beni: «una teoria dei beni appare essenziale per individuare l'oggetto del diritto; e quindi per poter affermare (o negare) l'esistenza di un diritto; [...] per accertare

Affinché siano considerabili dei beni, le cose devono poter essere fonte di utilità, in quanto in grado di soddisfare bisogni umani e tali da poter costituire oggetto di appropriazione esclusiva.[59] Per tale ragione, i beni giuridici sono stati quindi considerati quelli che potessero essere oggetto di una tutela quale quella riservata al diritto di proprietà, che assicuri al suo titolare un diritto soggettivo assoluto. Tale concezione è stata poi precisata sottolineando come il diritto di proprietà non è l'unico diritto (*rectius,* situazione giuridica soggettiva) mediante cui una cosa possa assurgere a bene perché «quel che conta è che il diritto assicuri e tuteli l'appropriazione del valore d'uso e di tale entità».[60]

A ben vedere, quindi, il termine "diritto" di cui all'art. 810 C.c. va interpretato in maniera ampia, come situazione giuridica soggettiva, derivandone che assurgeranno a beni tutte quelle cose che siano potenzialmente idonee a soddisfare un interesse umano meritevole di tutela.[61] L'art. 810 C.c. si fa dunque portatore del «principio secondo cui soltanto dopo aver accertato quali esigenze, interessi e bisogni l'ordinamento considera meritevoli di tutela, sarebbe possibile riconoscere (nella misura e nei limiti di tale considerazione) la qualità di beni giuridici a determinate "porzioni della realtà materiale" o "utilità economiche", e non viceversa».[62]

Coerentemente con quanto esposto, ad oggi la lettura di tale articolo è stata notevolmente ampliata rispetto a coloro che nel passato escludevano da tale definizione i beni immateriali o i diritti,

---

i poteri e le facoltà del titolare del diritto nonché i suoi particolari strumenti di tutela».

[59] F. SANTORO PASSARELLI, Dottrine generali di diritto civile, Jovene, Napoli, 1976, p. 55.

[60] F. PIRAINO, *Sulla nozione di bene giuridico in diritto privato*, in Riv. crit. dir. priv., 2012, pp. 483 e ss.

[61] P. PERLINGIERI ET AL., *Situazioni reali di godimento*, in P. PERLINGIERI (a cura di), *Manuale di Diritto Civile*, ESI, 2022, Napoli, pp. 216 e ss.

[62] R. FERORELLI, *Art. 810 - Nozione*, in A. IANNARELLI - F. MACARIO, *Della Proprietà: Vol. I - Artt. 810 - 868 c.c. (Commentario del Codice Civile. Diretto da Enrico Gabrielli)*, UTET Giuridica, Milano, 2012, pp. 5 e ss.

ricomprendendo invece anche tutte quelle cose o entità che hanno l'attitudine ad essere oggetto di un diritto assoluto o relativo, prescindendo dalla tangibilità o meno dell'entità considerata.[63] In effetti, l'individuazione dei beni giuridici sarebbe basata non più su una concezione materiale della cosa ma da quel sostrato fattuale e pregiuridico ulteriore, che è da riscontrarsi nell'interesse,[64] che sia meritevole di tutela avente ad oggetto entità materiali e non, che assurgeranno appunto a beni giuridici.[65] Tale definizione permette al diritto di rispondere alle evoluzioni di carattere economico, sociale e tecnologico, tra cui rientrano sicuramente le cripto-attività.[66]

Le cripto-attività, coerentemente con la lettura dell'art. 810 C.c. data prima, sono «oggetto di un diritto che attribuisce, a chi ne ha la diponibilità giuridica, di utilizzarle come mezzo di scambio, oppure

---

[63] Come ravvisato da F. PIRAINO, *op. cit.*, il progresso tecnologico e l'ampliarsi del sapere, «hanno definitivamente affranto la cosa dal presupposto fisicalista, includendovi una gamma di prodotti dell'intellettualità di natura disparata ma tutti accomunati sotto il segno dell'immaterialità e soprattutto dell'oggettivazione in termini di datità». Si noti, tuttavia, che la riconduzione all'art. 810 C.c. non è così scontata e presenta un duplice profilo di criticità: il primo è rappresentato dal necessario superamento del concetto di cosa in senso meramente corporale, il secondo è invece da ricondurre al "numero chiuso" di beni che possono essere ricompresi in tale articolo. Per approfondimenti, vedasi M. PASSARETTA, *Le valute virtuali in una prospettiva di diritto privato: tra strumenti di pagamento, forme alternative di investimento e titoli impropri*, in S. CAPACCIOLI (a cura di), *Cripto-attività, criptovalute e bitcoin*, Giuffrè, Milano, 2021, pp. 100 e s.

[64] Cfr. sent. Trib. Firenze, 21 gennaio 2019, n. 18. La Corte ha ritenuto in tale sede che la capacità di soddisfare un interesse umano sia da ricondurre all'assolvimento della funzione di circolazione della ricchezza che avviene «evidentemente in un sistema pattizio e non regolamentato, in cui i soggetti che vi partecipano, accettano – esclusivamente in via volontaria – tale funzione, con tutti i rischi che vi conseguono e derivanti dal non rappresentare la criptovaluta moneta legale o virtuale».

[65] F. PIRAINO, *op. cit.*

[66] Secondo F. LA FATA, *Distributed Ledger Technology e token crittografici. Un "sistema" alternativo di circolazione della ricchezza (e dei diritti?),* in *Persona e Mercato*, Vol. 1, 2023, pp. 85-98, per poter rientrare nella categoria civilistica dei beni giuridici risultano necessari due indici: la *appropriabilità*, ossia la possibilità di essere oggetto di situazioni di appartenenza da parte di un soggetto, e l'*attitudine alla circolazione.* È chiaro come suddette caratteristiche appartengano indubbiamente ai cripto-asset, che possono essere oggetto di appropriazione e circolare mediante la DLT.

con finalità di investimento, o per fruire di un servizio o per "consumare" un altro bene digitale, o ancora per disporre in via esclusiva di un bene, virtuale o reale, unico (NFT)».[67]

2. La definizione di cripto-attività fornita dal MiCAR

Il Regolamento sui mercati in cripto-attività (c.d. *Markets in Crypto Assets Regulation, MiCAR*) rientra nel pacchetto sulla finanza digitale della Commissione europea che è stato approvato dal Consiglio europeo nel maggio del 2023 e pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il 9 giugno 2023. Esso è stato introdotto affinché venisse applicata una disciplina comune in termini di cripto-attività, che andasse a sostituire le normative nazionali, laddove esistenti.[68-69.]

[67] M. PIERRO, *Contributo per la nozione di crypto asset e suoi riflessi nell'ordinamento tributario nazionale*, in *Rassegna Tributaria*, n. 3, 2022, pp. 574-611. Si noti che l'autrice si è occupata per svariato tempo della questione definitoria dei beni ai sensi dell'articolo 810 C.c. e dell'evoluzione che essa ha avuto. Si rinvia per un maggior approfondimento a M. PIERRO, *Beni e servizi nel Diritto Tributario*, CEDAM, 2003, pp. 1-60, e al contributo, venti anni dopo, della medesima M. PIERRO, *Le cripto-attività e l'imposizione dopo la legge di bilancio 2023*, in G. RAGUCCI (a cura di), *Fisco digitale Cripto-attività - Protezione dei dati, controlli algoritmici*, Giappichelli, Torino, 2023, pp. 11-32.

[68] In particolare, per un maggior approfondimento sugli approcci normativi dei vari legislatori nazionali, vedasi B. CAPPIELLO, *Cepet leges in legibus. Cryptoasset and cryptocurrencies private international law and regulatory issues from the perspective of EU and its member states*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, Vol. 33, n. 3, 2019, pp. 561 e ss.; A. CAPONERA - C. GOLA, *Aspetti economici e regolamentari delle criptoattività,* in *Banca d'Italia Occasional Paper*, n. 484, 2019, pp. 20 e ss.

[69] Tale intervento è stato concepito sulla base del principio di sussidiarietà, sancito dall'art. 5, co. 3 e s., T.U.E., che prevede che l'Unione europea intervenga nei settori che non sono di sua competenza esclusiva soltanto se gli obiettivi dell'azione prevista non possano essere raggiunti in misura sufficiente dagli Stati membri, né a livello centrale né a livello regionale e locale e possano invece essere meglio conseguiti a livello di Unione. Infatti, come possiamo leggere nella Proposta di regolamento, la stessa Commissione ha sottolineato: «I diversi approcci adottati dagli Stati membri rendono difficile la prestazione transfrontaliera dei servizi correlati alle cripto-attività. Il moltiplicarsi degli approcci nazionali comporta inoltre rischi per la parità di condizioni nel mercato unico in termini di tutela dei consumatori e degli investitori, integrità del mercato e concorrenza. Inoltre, [...] i consumatori, gli investitori e i partecipanti al mercato di altri Stati membri non sono tutelati contro alcuni dei rischi più significativi posti dalle cripto-attività (ad esempio frodi, attacchi informatici, manipolazione del mercato)». Si aggiunge altresì che porre in essere un'azione a

Il percorso effettuato dall'Unione europea con riferimento al fenomeno delle cripto-attività in realtà ha radici meno recenti.[70] L'interesse verso quest'ultimo nasce già nel 2015, quando la Corte di Giustizia dell'Unione europea fu chiamata a pronunciarsi in merito alla natura delle criptovalute, con specifico riferimento all'applicazione dell'Imposta sul Valore Aggiunto alle operazioni di conversione di denaro tradizionale in Bitcoin, nella nota sentenza *Skatteverket contro David Hedqvist*. In seguito, interverrà anche il legislatore dell'Unione europea, mediante l'introduzione della normativa antiriciclaggio, con la Direttiva 2018/843/UE. È proprio in tale ambito che viene data per la prima volta una definizione di valuta virtuale: *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*.[71] Si può notare come vengano escluse in negativo le caratteristiche, senza tuttavia fornire una vera e propria definizione compiuta.[72]

---

livello unionale «creerebbe un contesto favorevole allo sviluppo di un più ampio mercato transfrontaliero delle cripto-attività e dei fornitori di servizi per le cripto-attività, che permetterebbe di cogliere appieno i vantaggi del mercato interno; [...] ridurrebbe notevolmente la complessità e gli oneri finanziari e amministrativi per tutti i portatori di interessi, quali i fornitori di servizi, gli emittenti, i consumatori e gli investitori. L'armonizzazione dei requisiti operativi per i fornitori di servizi e degli obblighi di informativa in capo agli emittenti potrebbe inoltre apportare chiari vantaggi in termini di tutela dei consumatori e degli investitori e di stabilità finanziaria». Per ulteriori informazioni, vedasi COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la Direttiva 2019/1937/UE, consultabile al seguente link: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52020PC0593.

[70] Particolarmente interessante in tale ambito risulta essere il contributo di M. BURSI - S. SCAGLIARINI, *Lo sceriffo euro-unitario nel "Crypto Far West",* in *Il dir. dell'economia*, anno 70, n. 113, 2024, pp. 455-479.

[71] Così come previsto ai sensi dell'art. 1, "Modifiche della direttiva (UE) 2015/849", n. 2, lett. d).

[72] A. QUATTROCCHI, *La natura proteiforme delle criptovalute al crocevia della tutela penale del mercato finanziario*, in *Giur. Italiana*, n. 5, 2022, pp. 1214 e ss.

Successivamente, a seguito di turbolenze verificatesi nel settore finanziario e, in particolare, in quello delle cripto-attività, seguendo la Risoluzione del Parlamento europeo del 26 maggio 2016 sulle valute virtuali, la Commissione europea ha iniziato a monitorare maggiormente tale fenomeno, avvalendosi dell'intervento delle autorità di vigilanza finanziaria, specificamente *European Securities and Markets Authority* (ESMA) ed *European Banking Authority* (EBA),[73] che hanno entrambe messo in luce come solo parte delle cripto-attività presentasse i requisiti necessari per la sottoposizione alle regole della MiFID II,[74] della Direttiva 2009/110/CE (*Electronic Money Directive* — EMD2) o della Direttiva 2015/2366/UE (*Payment Services Directive* – PSD2), mentre tutti gli altri rimanessero al di fuori di una specifica normativa. Sulla base di tali valutazioni, «sin dall'insediamento della Commissione Von Der Leyen è emersa dunque l'intenzione delle istituzioni euro-unitarie di giungere ad una normazione ad hoc del settore in oggetto»,[75] impegno che ha portato alla recente approvazione del *Digital Finance Package*. In esso, due sono i documenti che assumono un ruolo centrale nel contesto delle cripto-attività. In primis, il Regolamento (UE) 2022/858, che introduce un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito. Tale Regolamento disciplina l'emissione e circolazione degli strumenti finanziari in forma digitale, mediante l'introduzione di un regime sperimentale temporaneo, che consente alle infrastrutture del mercato finanziario che si occupino di *trading* – la negoziazione di strumenti finanziari – e di *settlement* – il trasferimento di tali strumenti tra le parti interessate in suddette operazioni – di prestare tali servizi ricorrendo all'uso della tecnologia

[73] Trattasi dei seguenti report: EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 9 gennaio 2019; ESMA, *Advice. Initial coin offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019. Essi vengono ampiamente analizzati in M. BURSI - S. SCAGLIARINI*, op. cit.*

[74] Come si vedrà inoltre nel corso del successivo paragrafo, la qualificazione di tali strumenti ai fini della Direttiva MiFID II poteva differire tra i vari Stati membri, in quanto dipendeva da come la stessa fosse stata recepita.

[75] M. BURSI - S. SCAGLIARINI, *op. cit.*

a registro distribuito.[76] La finalità del DLT Pilot Regime è favorire «l'individuazione degli ostacoli normativi all'operatività delle nuove tecnologie e, conseguentemente, l'elaborazione, in un secondo momento, di modifiche permanenti al quadro europeo attualmente vigente in tema di servizi finanziari».[77] Il DLT Pilot Regime ha altresì apportato modifiche alla MiFID II, ed ai regolamenti UE n. 600/2014 e 909/2014,[78] recepite dal legislatore italiano il c.d. Decreto *FinTech* ha aggiornato la nozione di strumento finanziario, di cui all'art. 1, co. 2 del T.u.f. Ad esso si affianca poi il *Markets in Crypto-Assets Regulation*, che, così come previsto dalla lettera dell'art. 1, lett. a-e), prevede gli obblighi in materia di trasparenza e informativa relativi all'emissione, all'offerta al pubblico ed all'ammissione di cripto-attività alla negoziazione su una piattaforma di negoziazione, definisce i requisiti per l'autorizzazione e la vigilanza dei prestatori di servizi per le cripto-attività, degli emittenti di *token* collegati ad attività e di *token* di moneta elettronica, nonché per il loro funzionamento, organizzazione e *governance*. Esso individua inoltre i requisiti relativi alla tutela dei possessori di cripto-attività in sede di emissione, offerta al pubblico e ammissione alla negoziazione di cripto-attività. Definisce, infine, le norme a tutela dei consumatori e le misure volte a prevenire gli abusi di mercato.

Uno degli elementi fondamentali del MiCAR è la definizione di cripto-attività, che stabilisce l'ambito di applicazione della normativa stessa. Essi sono descritti *ex* art. 3, par. 1, num. 5 del Regolamento in analisi come *"una rappresentazione digitale di valore o di diritti che possono essere trasferiti e memorizzati elettronicamente, utilizzando*

---

[76] Cfr. P. CARRIÈRE, *Crypto-assets: le proposte di regolamentazione della Commissione UE. Opportunità e sfide per il mercato italiano,* in *Approfondimenti Dir. Banc*., 2020, che lo ha definito come una palestra, in cui i gestori possano temporaneamente operare.

[77] I. CAPELLI, *La struttura finanziaria delle imprese e gli strumenti finanziari digitali. Prime considerazioni tra decentralizzazione e regolazione nel contesto del DLT Pilot Regime e del decreto FinTech*, in *Dir. dell'informazione e dell'informatica*, Vol. 4-5, 2023, pp. 645-677.

[78] I. CAPELLI, *ibid*.

la tecnologia di registro distribuito o una tecnologia analoga". Tale definizione si caratterizza principalmente per tre aspetti essenziali. In primis, quando il legislatore parla di una rappresentazione digitale di valore o diritti sottintende che le cripto-attività non posseggono materialità, bensì la loro esistenza è esclusivamente digitale. In secondo luogo, è necessario che siano trasferibili e archiviabili elettronicamente, ossia devono poter essere negoziati, trasferiti e conservati su supporti digitali. Terza caratteristica è l'uso della tecnologia di registro distribuito o simili ai fini della suddetta possibilità di trasferimento e archivio.[79-80]

Il MiCAR impronta altresì una tassonomia delle cripto-attività, riconducendoli a tre categorie. Le due categorie principali sono rappresentate dagli ART e gli EMT, che sono entrambi riconducibili alla macro-categoria delle *stablecoins*, ossia quei *token* normalmente emessi da soggetti privati il cui valore è stabile in quanto ancorato ad una o più valute *fiat* o un asset o un paniere.[81] Anche la BCE ha

---

[79] Si noti il contributo di F. ANNUNZIATA, *An Overview of the Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)*, in *EBI Working Paper Series*, n. 158, 2023, pp. 21 e s. che ha ravvisato: «*The wording is notably very broad, as it evokes not only DLT, but also similar technologies, which may obscure the exact content of the definition and make its approach uncertain. However, such a term should be viewed under a positive lens: on the one hand, in fact, the definition is not open to any technologies other than DLT, but only to those that are 'analogous' to it; on the other hand, it is a more than opportune, if not even necessary, provision to allow for adequate regulatory flexibility, in the face of (often unexpected and unforeseeable) evolutions of technology. Where, on the other hand, the Regulation had limited its scope of application only to a specific technological form, it would have conferred on the DLT a general legitimacy and a sort of consecration at the European level that would have been entirely undesirable and would have made itself impervious to future innovations*».

[80] Secondo D. MASI, *Cripto-attività come beni giuridici immateriali*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, Vol. 2, n. 2, 2023, p. 335, la nozione di cripto-attività fornita dal MiCAR si caratterizzerebbe per tre aspetti fondamentali «la prima è data dal fatto che le cripto-attività empiricamente si riducono a dei codici sequenze di lunghezza variabile; la seconda riguarda il modo attraverso il quale questi codici circolano e sono registrati [...]; la terza, infine, attiene alla funzione assolta dalle stesse, che in linea teorica, dovrebbe essere quella di rappresentare virtualmente valori e diritti».

[81] Per maggiori approfondimenti, cfr. L.T. HOANG - D.G. BAUR, *How stable are stablecoins?*, in *The European Journal of Finance*, 2020; L. SANNIKOVA, *ESG vs Cryptoassets: Pros and Contras,* in *Giur. Comm.,* n. 1, 2023, pp. 156 e ss.; G. ALBÈ

cercato di fornire una nozione delle *stablecoins*, che ha definito come «*digital units of value that are not a form of any specific currency (or basket thereof) but rely on a set of stabilisation tools which are supposed to minimise fluctuations of their price in such currency(ies)*».[82] Una definizione che sicuramente risulta essere basata sul meccanismo usato ai fini della stabilizzazione ed evidenza come esse posseggano un loro valore di mercato.[83]

I *token* collegati ad attività (c.d. *asset-referred token*) sono definiti come «*un tipo di cripto-attività che non è un token di moneta elettronica e che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali*», *ex* art. 2, par. 1, num. 6 del Regolamento in analisi. Il primo elemento necessario e distintivo è che, ovviamente, si tratti di una cripto-attività, secondo la definizione del Regolamento MiCA e che non si tratti di un *token* di moneta elettronica (o EMT), che è categoria distinta e individualmente

- F. BOTTINI, *Cosa sono le stablecoin, i diversi tipi e come funzionano,* in *Agenda digitale*, 31 maggio 2022.

[82] D. BULLMANN ET AL., *In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution?*, in *ECB Occasional Paper Series*, n. 230, 2019, p. 9. Nel medesimo documento, la BCE ha poi individuato quattro categorie che rientrano in tale definizione. In primo luogo, i c.d. *tokenised funds*, ossia quelle unità di valore monetario che rappresentano un credito nei confronti dell'emittente, che è responsabile della riscattabilità del credito stesso, che vengono emesse, al ricevimento dei fondi, allo scopo di effettuare operazioni di pagamento a persone diverse dall'emittente. Altra categoria individuata sono le *off-chain collateralised stablecoins*, che sono supportati da asset tradizionali, che richiedono un apposito soggetto che si occupi della loro custodia e sono in possesso dell'emittente solo fino a quando l'utente non li richieda indietro. Terza categoria individuata è quella delle *on-chain collateralised stablecoins*, che sono anch'esse supportate da asset, ma si tratta tipicamente asset crittografici, che possono essere custoditi in modo decentralizzato e non necessitano di un emittente per essere identificati. Quarta e ultima tipologia sono le *algorithmic stablecoins*, che possiedono un valore determinato in base ad un algoritmo e sono caratterizzate dal fatto che sono supportate unicamente dall'aspettativa dell'utilizzatore di un futuro potere d'acquisto delle stesse. Inoltre, «*in contrast to collateralised stablecoins, there is no risk-mitigating measure in the form of (either off-chain or on-chain) assets that are committed by users, in the issuance phase, and then maintained over time*».

[83] A. LIPTON ET AL., *From Tether to Libra: Stablecoins. Digital currency and the future of Money*, 2020.

disciplinata. Un altro aspetto necessario è poi che il *token* sia volto a mantenere un valore stabile; ovviamente il che non significa che debba avere un valore stabile effettivamente, ma che miri ad averlo. Evidentemente, il legislatore unionale era ben consapevole delle notevoli difficoltà che un qualsivoglia emittente debba affrontare per garantire la stabilità del *token* e, per tale ragione, l'elemento distintivo non è la stabilità in sé, ma il mero obiettivo a mantenerla. In particolare, suddetta stabilità è correlata ad un ulteriore valore[84] o diritto o una combinazione di essi. Un aspetto problematico che è stato risolto dal legislatore medesimo riguarda il riferimento alle valute ufficiali. Infatti, se un ART è riferito a valute ufficiali, come può essere distinto da un EMT? La questione aveva creato non pochi dubbi in dottrina ed è per tale ragione che la formulazione della definizione è stata modificata, includendo la statuizione *"che non è un token di moneta elettronica"*. Da ciò ne deriva, quindi, che due sono le ipotesi da distinguere: se il *token* risulta essere collegato a una sola valuta ufficiale, allora si tratterà di un *e-money token*; ma se invece esso sia riferito a più valute, quindi un paniere di esse, allora si tratterà di un *asset-referenced token.*[85]

Altra categoria è poi quella dei *token* di moneta elettronica o, semplicemente, *e-money token* (EMT), che sono definiti ai sensi dell'art. 3, par. 1, num. 7), come un tipo di cripto-attività che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale. È interessante notare come lo stesso legislatore abbia notato che la funzione di tali cripto-attività sia pressoché analoga a

[84] Cfr. E. BOCCHINI, *La struttura dello Stato Patrimoniale,* in *Diritto della contabilità delle imprese – 2 Bilancio di Esercizio*, V ed., UTET Giuridica, Milano, 2021, pp. 115 e ss., che con riferimento alla nozione di valore, ha ritenuto che essa si trovi sul piano della qualificazione giuridica, in particolare «per la considerazione che il valore è in funzione del potere e, quindi, del diritto o, più in generale, della situazione giuridica soggettiva (attiva o passiva) che insiste su ciò che chiamiamo bene». Specificamente, il valore attribuibile a suddette situazioni giuridiche è funzione della tutela che l'ordinamento attribuisce ad esse, derivando in ultima analisi da una scelta del legislatore.

[85] M. PIGNATONE, *Art-Asset Referenced Token*, in S. CAPACCIOLI - M.T. GIORDANI (a cura di), *Crypto-asset: regolamento MICA e DLT Pilot Regime*, Giuffrè, Milano, 2023, pp. 101 e ss.

quella della moneta elettronica, di cui alla Direttiva 2009/110/CE, trattandosi infatti di surrogati elettronici per monete e banconote e sono plausibilmente utilizzate per effettuare pagamenti.[86] Tuttavia, al considerando 19, viene sottolineato come, malgrado esistano delle similitudini, la moneta elettronica e gli EMT differiscono per alcuni aspetti importanti. Infatti, coloro che posseggano moneta elettronica sono sempre titolari di un credito nei confronti dell'emittente di moneta elettronica e sono conseguentemente titolari del diritto di ottenere il rimborso del valore monetario della moneta elettronica detenuta, in qualsivoglia momento. Le cripto-attività con una valuta ufficiale quale valuta di riferimento, invece, non sempre offrono ai loro possessori un tale diritto nei confronti degli emittenti oppure potrebbero non assicurare un credito al valore nominale della valuta di riferimento o potrebbero altresì porre limiti al periodo di rimborso. Proprio per queste differenze, la definizione legislativa di EMT risulta essere molto ampia, per poter sottoporre all'applicazione della normativa quante più fattispecie possibili. Inoltre, data la capacità di operare similmente alla moneta elettronica, analogamente che per quest'ultima, si prevedono dei requisiti molto stringenti per l'emissione di tali *token* e sono previste severe regole per garantire la tutela dei detentori al dettaglio e l'integrità del mercato. Proprio per le ragioni su esposte, l'art. 48, co. 3, prevede che i «titoli II e III della Direttiva 2009/110/CE si applicano ai *token* di moneta elettronica, salvo diversamente specificato nel presente titolo». Infatti, solo estendendo l'ambito di applicazione della direttiva richiamata è possibile assicurare che i diversi strumenti finanziari, aventi una funzione pressoché analoga, ossia principalmente, come si vedeva in precedenza, quella di effettuare pagamenti, possano anche avere una parità di trattamento normativo.

Le due categorie poc'anzi analizzate non esauriscono tuttavia le fattispecie che sono disciplinate nel Regolamento in analisi. Infatti, il titolo II si sofferma sulle cripto-attività diverse dai *token* collegati ad

[86] Cfr. Considerando n. 18.

attività o dai *token* di moneta elettronica. Tale categoria ha una definizione in negativo e ha lo scopo di ampliare l'ambito di operatività del Regolamento in analisi che, come si notava in precedenza, nasce per disciplinare tutte quelle fattispecie che non erano già previamente regolate dalla disciplina di natura finanziaria. In sostanza, possiamo ritenere rientri in tale categoria residuale qualsiasi asset che possegga le caratteristiche della definizione di cui all'art. 3, par. 1, num. 5, che tuttavia non sia classificabile come ART oppure EMT e che non rientri nelle esplicite esclusioni dall'ambito di applicazione del Regolamento medesimo, di cui all'art. 2, par. 2. A tale riguardo, una parte della dottrina ha notato che, seppur esista una categoria residuale, essa non consente di estendere l'ambito normativo a qualsiasi tipo di cripto-attività, perché, come ricordato poc'anzi, varie sono le esclusioni previste. Ne deriva che l'attenzione del legislatore non è «per l'innovazione tecnologica *tout court*, quanto piuttosto a un sua uso su binari noti, evitando di legittimare gratuitamente tutto ciò che, per sua natura, non consente un controllo diretto».[87]

In effetti, è interessante notare come, seppur trattasi di una categoria residuale e che quindi dovrebbe ricomprendere tutte le cripto-attività che restano escluse dalle due categorie analizzate, ma anche dalle altre normative UE sui vari strumenti finanziari, e, soprattutto, seppur sembrerebbe logico collocarli in tale ultima residuale categoria, i *Non-Fungible Tokens* non rientrano in essa. Infatti, l'art. 2, co. 3, del Regolamento, statuisce espressamente l'esclusione dalla normativa MiCAR delle «cripto-attività che sono uniche e non fungibili con altre cripto-attività». La scelta legislativa appare difficilmente comprensibile, dato che il precipuo scopo del

[87] M. GRANATIERO, *Cripto-attività diverse dai token collegati ad attività o dai token di moneta elettronica*, in S. CAPACCIOLI - M.T. GIORDANO (a cura di), *Crypto-asset: regolamento MICA e DLT Pilot Regime*, Giuffrè, Milano, 2023, p. 81

regolamento sarebbe proprio quello di disciplinare tutto l'universo delle cripto-attività.[88]

3. La nozione di strumenti finanziari ex MiFID II

La rapida evoluzione dei mercati e degli strumenti finanziari aveva generato nuove esigenze di regolamentazione e tutela, che sono state accolte con la modifica della Direttiva 2004/39/CE, con l'approvazione Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II) e del Regolamento n. 600/2014 (c.d. MiFIR) del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014, entrambi recepiti nel nostro ordinamento dal D.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, che ha ampiamente novellato il T.u.f.

La Direttiva MiFID II (*Markets in Financial Instruments Directive*) ha ridefinito il quadro normativo dei mercati finanziari mediante l'introduzione di una regolamentazione più stringente. Essa fu difatti introdotta per cercare di regolare il mercato unico dei servizi finanziari europeo affinché fosse idoneo a garantire una maggior trasparenza e la tutela degli investitori. Altresì, la disciplina della MIFID II si pose l'obiettivo di disciplinare anche quei settori di investimento che precedentemente non erano regolati, favorendo l'estensione delle tutele anche a tali ambiti.[89]

Nell'ambito di tale regolamentazione, assume rilevanza centrale la definizione di strumento finanziario, in quanto consente di delineare l'ambito di applicazione della normativa.[90] In particolare, l'art. 4, par.

[88] P. CARRRIÈRE, *Decreto Fintech e MICAR: il quadro normativo sulle cripto-attività,* in *Approfondimenti Dir. Banc*., 2023

[89] E. PEZZUTO - R. RAZZANTE, *MiFID II: le novità per il mercato finanziario*, Giappichelli, Torino, 2018, p. 3

[90] Si noti che in realtà la nozione di strumento finanziario fu introdotta per la prima volta in Italia con il c.d. Decreto Eurosim, nel 1996, che recepì la Direttiva 1993/22/CE. Tale nozione sostituì quella preesistente di valore mobiliare così come definito dalla L. 1/1991. Tale cambiamento assunse una notevole rilevanza in quanto, mentre la definizione esistente assumeva carattere descrittivo, quella di carattere comunitario invece era rappresentata da una elencazione tassativa e puntuale. Un ulteriore cambiamento si avrà poi l'entrata in vigore del T.u.f., che ampliò la nozione di strumento finanziario, a sfavore di quella di valore mobiliare,

1, num. 15 rinvia all'elencazione di cui alla Sezione C dell'Allegato I alla MIFID II stessa. Rientrano nella elencazione menzionata i valori mobiliari, quali azioni, obbligazioni e strumenti similari, gli strumenti del mercato monetario, come buoni del tesoro o certificati di deposito. Rientrano altresì le quote di organismi di investimento collettivo. Si considerano appartenenti a tale categoria anche gli strumenti derivati,[91] come i contratti di opzione, i cc.dd. *future*, *swap*, *forward* e gli altri contratti su strumenti derivati, sia nel caso in cui siano connessi a titoli, valute, tassi d'interesse o rendimenti oppure a materie prime e merci, nonché gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito e quelli connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali. Inoltre, sono considerati strumenti finanziari anche i contratti finanziari differenziali e le quote di emissioni che consistono di qualsiasi unità riconosciuta conforme ai requisiti della Direttiva 2003/87/CE. Malgrado tale elencazione risulti essere molto dettagliata, possiamo ritenere lasci comunque spazio ad interpretazioni di carattere evolutivo, in particolare da parte delle autorità di vigilanza.

È opportuno sottolineare in questa sede che esistono alcune differenze tra la definizione di strumento finanziario che viene fornita dalla MiFID II e quella che invece risulta nell'ordinamento interno nell'ambito del T.u.f., seppur quest'ultimo abbia recepito la

ed introdusse il concetto di prodotto finanziario. In tale ambito, vedasi il contributo di S. BELLEGGIA, *Gli strumenti finanziari*, in L. GAFFURI - S. BELLEGGIA (a cura di), *I Servizi di Investimento dopo la MIFID II*, Giuffrè, Milano, 2019, p. 72, in cui l'autore ha ritenuto che tali nozioni si trovano in un rapporto di *genus* a *species*, in quanto l'art. 1, co. 1, lett. u), del D.lgs. n. 58 del 1998, prevede che *"sono prodotti finanziari gli strumenti finanziari nonché ogni altra forma di investimento di natura finanziaria, mentre non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari; a loro volta, i valori mobiliari costituiscono particolari tipi di strumenti finanziari che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio le azioni di società, le obbligazioni e gli altri titoli di debito"*.

[91] Al momento il mercato dei derivati risulta essere destinatario di una serie di norme che si sono via via stratificate in modo, per così dire, alluvionale. Per approfondimenti, cfr. P. LUCANTONI, *Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistematico*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, n. 2, 2017, p. 182.

summenzionata normativa unionale. Infatti, malgrado il D.lgs. 58/1998, art. 1, co. 2 definisca gli strumenti finanziari sulla base di un'elencazione sostanzialmente sovrapponibile a quella proposta dal legislatore europeo, esso aggiunge altresì degli elementi propri. Se la definizione contenuta nel T.u.f. assume carattere tassativo, posto che è il medesimo art. 1, co. 2 menzionato a precisare che si possa parlare di strumenti finanziari solo con riferimento alle categorie di cui all'Allegato I, Sezione C del T.u.f. stesso, è imprescindibile menzionare la previsione di cui all'articolo 18, co. 5 T.u.f., che attribuisce al Ministro dell'economia e delle finanze la possibilità di individuare nuove categorie di strumenti finanziari, «al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie». Ancora, l'elencazione risulta essere particolarmente flessibile per via dell'ampiezza delle categorie che la compongono,[92] tale da consentire la riconduzione alle stesse anche di strumenti finanziari atipici. Tale flessibilità genera effetti positivi nell'ordinamento interno in quanto favorisce una maggiore autonomia interpretativa, consentendo e favorendo l'introduzione di discipline integrative nazionali, ed incentiva altresì una più facile evoluzione normativa, anche grazie all'esistenza del concetto di prodotto finanziario.[93]

Come si diceva, l'inclusione di un determinato asset nella categoria degli strumenti finanziari è notevolmente rilevante in quanto comporta l'applicabilità della regolamentazione MIFID II e, quindi, l'applicazione delle norme relative alla tutela degli investitori,

[92] S. BELLEGGIA, *op. cit.*

[93] Sulla nozione di prodotto finanziario, vedasi il contributo di S. BELLEGGIA, *Gli strumenti finanziari*, in L. GAFFURI - S. BELLEGGIA (a cura di), *I Servizi di investimento dopo la MiFID II*, Giuffrè, Milano, 2019, p. 83, il quale sottolinea che «La nozione di prodotto finanziario è stata introdotta dal T.u.f. per individuare l'elemento oggettivo della sollecitazione all'investimento (ora definita offerta al pubblico), estendendo l'ambito di applicazione della disciplina del prospetto informativo anche ad operazioni riferibili a prodotti diversi dagli strumenti finanziari». In effetti, in tale categoria rientrano sia gli strumenti finanziari di cui all'elencazione summenzionata, sia altre modalità e forme di investimento, da valutare caso per caso.

mediante l'applicazione delle regole di condotta per gli intermediari, nonché delle norme volte a garantire l'efficienza e integrità del mercato. Inoltre, ne deriva la supervisione da parte delle autorità di vigilanza finanziaria, quali l'ESMA a livello europeo e la CONSOB in Italia.

4. Il labile confine tra cripto-attività e strumenti finanziari: il concetto di finanziarietà

Attualmente, la distinzione tra cripto-attività e strumenti finanziari si basa su un quadro normativo in continua evoluzione, ed in cui interagiscono la disciplina tradizionale dei mercati finanziari e le nuove regolamentazioni specifiche per il settore delle cripto-attività. Il diritto unionale riveste un ruolo fondamentale in tale contesto. Con riferimento agli strumenti finanziari, la normativa di riferimento è rappresentata dalla MiFID II (*Markets in Financial Instruments Directive II*), che disciplina i mercati finanziari e fornisce una definizione degli strumenti finanziari medesimi che sono da assoggettare a tale normativa. Il Regolamento MiCA (*Markets in Crypto-Assets Regulation*), invece, è stato introdotto per colmare il vuoto normativo riguardante le cripto-attività che non rientrano nella MiFID II e stabilisce le regole sugli emittenti, i fornitori di servizi in cripto-attività (CASP) e le misure di protezione per i consumatori. L'interazione tra queste due normative è centrale per la qualificazione giuridica delle cripto-attività e, proprio per questo, le autorità de regolamentazione si sono interessate di definire al meglio il perimetro normativo applicabile alle cripto-attività. Infatti, organismi quali l'ESMA e l'EBA monitorano il settore e forniscono le linee guida interpretative, mentre le autorità nazionali definiscono le concrete modalità applicative delle normative nei rispettivi paesi.

In questo ambito, un contributo interessante sulla questione è stato quello della Consob.[94] Essa ha infatti pubblicato agli inizi del gennaio

[94] Rapporto finale "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività" del 2

2020 il rapporto finale su “Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività”, a seguito di una consultazione pubblica avvenuta il 19 marzo 2019.[95] Molti hanno considerato tale intervento come notevolmente importante e avente una portata innovativa, in quanto uno dei primi tentativi regolatori e definitori delle cripto-attività. In realtà, quando la Consob emetteva questo documento, l’Unione europea già aveva fatto e stava facendo passi notevolmente più avanguardisti. In effetti, la Commissione europea si era già soffermata sulle opportunità e sfide portate dalla diffusione delle cripto-attività a seguito del piano d’azione *Fintech* del marzo 2018, mediante cui aveva incaricato l’ESMA e l’EBA di valutare la possibilità di applicare quello che era l’attuale quadro normativo previsto per i servizi finanziari alle cripto-attività, ravvisando come la maggior parte di questi ultimi non riestrassero nella legislazione esistente dell’UE, non risultando pertanto garantite le tutele ai consumatori e gli investitori. La Commissione aveva quindi ravvisato la necessità di «un approccio comune con gli Stati membri sulle criptovalute per garantire la comprensione di come sfruttare al meglio le opportunità creano e affrontano i nuovi rischi che possono comportare».[96] Non solo: il 19 dicembre 2019, la Commissione ha lanciato altresì una consultazione pubblica per creare appunto quel quadro comune di regolamentazione delle cripto-attività a livello europeo, di cui si era precedentemente ravvisata la necessità, per evitare una frammentazione normativa che favorisse l’*arbitraggio* e che fosse in grado di assecondare quella natura irrimediabilmente senza confini di queste tecnologie.

---

gennaio 2020, consultabile al seguente link: https://www.consob.it/documents/1912911/1938506/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/e83b06b8-6e7a-2dd7-9fe5-f742e9f2621e.

[95] Il documento per la discussione è consultabile al seguente link: https://www.consob.it/documents/1912911/1972122/doc_disc_20190319.pdf/2044537e-487c-5093-112e-3eacc69b12d4.

[96] Mission letter of President-elect Von der Leyen to Vice-President Dombrovskis del 10 settembre 2019.

Per questa ragione, la Consob si trovò a pubblicare il proprio Rapporto Finale con maggior fretta, per evitare che quanto svolto perdesse di valore ed interesse per effetto della Consultazione che era in corso e che era volta a creare una direttiva sulle cripto-attività.[97] Nel documento informativo richiamato sopra, la Consob aveva effettuato una proposta definitoria delle cripto-attività, al paragrafo secondo, denominato appunto "aspetti definitori". Nello specifico, era stata posta in evidenza la necessità di improntare una definizione che richiamasse i tratti distintivi delle attività crittografate: l'impiego di tecnologie innovative, quali la *blockchain* e la DLT, così come definite dal D.L. 135/2018,[98] e la destinazione alla successiva negoziazione delle attività medesime. La Consob ha ritenuto opportuno definire una categoria specifica per poter creare una disciplina apposita e in grado di tener conto delle peculiarità dei tali asset, oltre che per poter effettuare una analisi caso per caso. Inoltre, si è preoccupata di distinguere quegli investimenti che rientravano nella categoria delle cripto-attività, ma che avrebbero potuto anche integrare quegli elementi che definiscono uno strumento finanziario, così come individuati dal T.u.f. In tali casi, viste le caratteristiche particolari di tali asset, sarebbe stato opportuno ricondurli alla categoria speciale appena definita e, di conseguenza, alla relativa disciplina. Negli altri casi invece, laddove l'attività, pur essendo crittografata, avesse verificato i criteri definitori degli strumenti finanziari o dei prodotti di investimento, avrebbe dovuto essere sottoposta alla regolazione armonizzata prevista, in quanto si collocano in un grado sovraordinato nella gerarchia delle fonti. In

[97] S. CAPACCIOLI - M. SIMBULA, *Bitcoin e cripto attività: l'Italia incornicia il passato, l'Europa è già nel futuro*, in *Econopoly - Il Sole 24 Ore*, 2020, consultabile al seguente link: https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2020/01/13/consob-direttiva-cripto/.

[98] L'art. 8-*ter* del c.d. Decreto semplificazioni prevede infatti: *"le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturalmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili"*.

effetti, tali nozioni erano e sono contenute nella normativa unionale, segnatamente nella summenzionata Direttiva MIFID II, pertanto le autorità amministrative nazionali, quali appunto la Consob, sono vincolate ad operare coerentemente con esse. A ben vedere però, sebbene questa fosse la modalità definitoria inizialmente improntata dalla Consob, a seguito della consultazione, la sua posizione è mutata e ciò è stato rispecchiato nel Rapporto Finale. In particolare, alcuni dei soggetti partecipanti alla consultazione hanno ritenuto che le due caratteristiche assunte come criterio distintivo, pur essendo caratteristiche rilevanti, non consentissero di separare in via netta le attività in analisi dagli strumenti finanziari. Un primo limite che è stato ravvisato in varie risposte pervenute alla Consob è stato relativo al fatto che il finanziamento di progetti imprenditoriali, seppur potesse assurgere a spartiacque per distinguere quelle cripto-attività che possedessero natura meramente speculativa, allo stesso tempo tuttavia risultava essere normalmente correlato alla acquisizione di poteri di natura amministrativa o patrimoniale, rendendoli pertanto riconducibili a strumenti finanziari quali azioni ed obbligazioni. Ma non solo, sempre con riguardo alla destinazione a progetti imprenditoriali, si può ritenere che fosse opportuno tenere in considerazione in tale tentativo definitorio, anche quelle cripto-attività che non fossero legate a iniziative imprenditoriali, ma incorporassero diritti connessi ad asset illiquidi, quali beni mobili, immobili, opere d'arte e così via.[99] Altra questione sollevata riguardava il criterio della successiva negoziazione delle cripto-attività: essendo esse naturalmente destinate alla successiva negoziazione, si ritenne potessero essere ricondotte alla nozione di valori mobiliari e, conseguentemente, di strumenti finanziari.[100-101] Anche il requisito dell'impiego di tecnologie

[99] Così come ravvisato dall'ABIE (Associazione Blockchain, Imprese ed Enti), in risposta alla consultazione Consob.

[100] Sulla distinzione di tali categorie, vedasi S. BELLEGGIA, *Gli strumenti finanziari*, *cit.*, pp. 71-88.

[101] Sul punto, vedasi la risposta alla consultazione promossa dalla Consob di A. PERRONE, nell'Allegato al rapporto finale su "Le offerte iniziali e gli scambi di

innovative quali *blockchain* o DLT non permetteva una netta distinzione: già l'ESMA, nell'*Advice* del 9 gennaio 2019,[102] aveva ravvisato come i confini tra cripto-attività e asset finanziari tradizionali si stesse facendo via via più labile posto che anche i secondi stavano iniziando ad essere emessi e negoziati con tali tecnologie.[103] In conclusione, la definizione inizialmente fornita dalla Consob è stata da quest'ultima superata e, venendo quindi al contenuto del Rapporto Finale, l'autorità amministrativa ha in particolare fatto riferimento ai concetti di strumento finanziario e prodotto di investimento contenuti nel T.u.f., cercando di distinguere

cripto-attività", in cui lo stesso ravvisa come «cripto-attività diverse da valori mobiliari e strumenti finanziari appaiono, pertanto, identificabili solo nel caso di *token* che: (1) attribuiscono come corrispettivo all'apporto di capitale un diritto a "beni" o servizi (*pure-commodity token* o *utility token*) e (2) sono destinati alla negoziazione su un mercato secondario, così da poter essere ricondotti alla nozione di "prodotto finanziario" *ex* art. 1, co. 1, lett. u), T.u.f., nella misura in cui siano caratterizzati dall'aspettativa di un rendimento di natura finanziarie dall'assunzione di un rischio connesso all'impiego di capitale».

[102] Vedasi il documento *Advice - Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* (ESMA50-157-1391) del 9 gennaio 2019, consultabile al seguente link: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf.

[103] L'ESMA ancora prima si era soffermata sulla questione, nel documento *Advice to ESMA - Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* (ESMA22-106-1338) del 19 ottobre 2018 summenzionato, in particolare nel paragrafo 2 *"Are Crypto-assets covered by existing regulation, and if not, should they*?*"*. In tale sede, l'ESMA avrebbe ravvisato che la maggior parte degli asset crittografati fosse già coperta dalla Direttiva sulle pratiche commerciali sleali (Direttiva 2005/29/CE), purché l'emittente fosse un'impresa commerciale e l'acquirente un consumatore. Altresì, ha chiarito che ai fini della determinazione della regolamentazione a cui sottoporre tali asset, è necessario rispondere alle seguenti domande: «1. *Does it give the owner an entitlement against the issuer? If so, is it an entitlement in kind or a monetary entitlement? If it is a monetary entitlement, is it profit sharing, a predetermined entitlement, or an undetermined other kind of entitlement? 2. Is it transferable? 3. Is it scarce, and how is scarcity controlled? 4. Does it give decision power on the project of the issuer? On that basis it is possible to identify certain comparable characteristics which suggest applicability of relevant legislation (MiFID II, the Prospectus Regulation and the Market Abuse Directive)*».

Breviter e senza pretesa di esaustività, si rammenta che l'ESMA aveva in tale sede ritenuto che i *payment token* e gli *utility token* non erano generalmente riconducibili alla normativa MiFID. Invece, con riferimento agli *asset token* erano da ricondurre alla normativa MiFID II, solo dopo aver verificato la loro natura di strumento finanziario, secondo le modalità individuate nel documento in analisi, a cui si rinvia.

quelle cripto-attività che possano essere assimilabili agli strumenti finanziari di cui all'art 1, co. 2[104] del T.u.f. ed ai prodotti di investimento di cui all'art. 1, co. 1, lett. w-*bis*.1),[105] w-*bis*.2),[106] w-*bis*.3)[107] del T.u.f. Pertanto, la Consob ha semplicemente scelto di limitarsi a segnalare quei criteri, già esistenti nel D.lgs. 58/1998, per distinguere, tra le cripto-attività, quelli rientranti nelle categorie di strumento finanziario e prodotto di investimento[108] e che, in quanto tali, saranno sottoposti alla relativa disciplina armonizzata (MiFID II). Il suo intervento rimane comunque significativo ed utile ai fini definitori. In effetti, le cripto-attività possono svolgere numerose funzioni e possedere diverse finalità, pertanto distinguere quelle che presentano

[104] Tale comma prevede che per strumento finanziario si intenda *"qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell'Allegato I, compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito. Gli strumenti di pagamento non sono strumenti finanziari"*.

[105] In particolare, la lett. w-*bis*.1) prevede che per "prodotto di investimento al dettaglio e assicurativo preassemblato" o "PRIIP" si intenda un prodotto ai sensi all'articolo 4, numero 3), del Regolamento (UE) n. 1286/2014, ossia qualsiasi prodotto che rientra in una delle definizioni di cui alle lettere a) e b) o in entrambe: a) un PRIIP, b) un prodotto di investimento assicurativo. In particolare, il PRIIP viene definito dal medesimo art. 4, al num. 1, come *"un investimento, compresi strumenti emessi da società veicolo quali definite all'articolo 13, punto 26, della Direttiva 2009/138/CE o società veicolo di cartolarizzazione quali definite all'articolo 4, paragrafo 1, lettera an), della Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, nel quale, indipendentemente dalla forma giuridica dell'investimento stesso, l'importo dovuto all'investitore al dettaglio è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o al rendimento di uno o più attivi che non siano direttamente acquistati dall'investitore al dettaglio"*. Il prodotto di investimento assicurativo è invece definito all'art. 4, num. 2, come *"un prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato"*.

[106] La lett. w-*bis*.2 prevede che per prodotto d'investimento al dettaglio preassemblato o PRIP si intenda un investimento ai sensi dell'articolo 4, numero 1), del Regolamento (UE) n. 1286/201, secondo la definizione data alla nota precedente.

[107] La lett. w-*bis*.3 definisce un prodotto di investimento assicurativo come un prodotto ai sensi dell'articolo 4, numero 2), del Regolamento (UE) n. 1286/2014, già citato sopra.

[108] Cfr. M. PIERRO, *op. cit.*

meno caratteri di *finanziarietà* è importante per definire la disciplina che sarà poi opportuno applicare.[109]

La *finanziarietà* di un determinato asset può manifestarsi secondo diverse modalità ed avere contenuti diversi ed è bene che sia approfondita con riferimento a ciascuna categoria individuata dal MiCAR. Con riferimento agli EMT, il Regolamento prevede che si tratti di un mezzo di scambio (o pagamento, in base al considerando 9), e non uno strumento finanziario, conseguentemente. La distinzione, tuttavia, risulta essere estremamente labile in quanto, a seguito dell'emissione sul mercato, non è detto che il *token* mantenga le caratteristiche poc'anzi richiamate, che ne escludono la *finanziarietà*. Più nel dettaglio, nella fase di formazione dei prezzi nell'ambito delle varie piattaforme di negoziazione è possibile che si generino opportunità di investimento tali che gli operatori siano interessati ad ottenere un plusvalore derivante dal mero scambio degli asset e che tali interessi, per così dire, superino quello originario e squisitamente monetario.[110] Inoltre, la stabilità del valore del *token* derivata dalla

[109] Va ravvisato che in dottrina era già stato svolto il tentativo di ricondurre le cripto-attività agli strumenti e prodotti finanziari, così come definiti nel T.u.f. Tale definizione si pone l'obiettivo di ampliare quelle attività finanziarie che la legge italiana riserva alle banche autorizzate e alle *investment firms*, che saranno tenute al rispetto della serie di obblighi previsti dal T.u.f. medesimo. Tuttavia, secondo U. MALVAGNA - F. SARTORI, *Cryptocurrencies as 'Fungible Digital Assets' Within the Italian Legal System: Regulatory and Private Law Issues*, in *The Italian Law Journal*, Vol. 8, n. 1, 2022, pp. 481 e ss., la definizione improntata nel T.u.f. resta generica, per questo è importante far riferimento agli elementi che la Cassazione (Cass. civ., Sez. II, 5 febbraio 2013, n. 2736) ha ritenuto necessari affinché potesse parlarsi di prodotto finanziario: *«a) a capital contribution from one party to another; b) the expectation of a financial performance; c) the taking of a risk which is directly linked to the capital outlay»*. Così come ravvisato da E. STABILE, *La sentenza Cassazione Sez. 2 Penale n. 44378/2022 del 26.10. 2022 sulla qualificazione della moneta virtuale e delle Initial Coin Offerings (a proposito di un sequestro penale preventivo di wallet contenente bitcoin e di una fattispecie di reato di abusivismo finanziario ai sensi dell'art. 166 co. 1 TUF)*, in *Persona e Mercato*, n. 4, 2022, pp. 717-719, la Suprema Corte, in altra sede, ha inoltre «stabilito che la qualificazione di un asset come prodotto finanziario non può dipendere dalla motivazione (elemento soggettivo) di chi lo acquista, ossia la volontà di fare un investimento, ma dalla causa dell'operazione (elemento oggettivo)».

[110] M. CIAN, *La nozione di cripto-attività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno,* in *Osservatorio di dir. civ. e comm.le*,

correlazione ad una valuta *fiat* risulta essere pur sempre una «stabilità relativa, essendo il *token* verosimilmente destinato a risentire delle fluttuazioni del tasso di cambio rispetto alle altre valute».[111] Problematiche simili possono essere rilevate in merito agli *asset-referenced token* (ART), per cui, seppur l'insieme degli asset che possono essere presi come riferimento sia definito, esso è abbastanza ampio da poter comprendere anche entità su cui si possa certamente speculare, discendendone quindi la possibilità di ravvisare la *finanziarietà* di tali strumenti, derivante dal contesto di mercato in cui si opera e dal contenuto dell'asset medesimo.[112] Analisi pressoché analoga è stata effettuata dall'ESMA, che a tale riguardo ha notato come la classificazione delle cripto-attività sia strettamente correlata alle specifiche caratteristiche e natura degli stessi, essendo pertanto necessaria una analisi *case-by-case* ai fini della qualificazione giuridica.[113]

Coerentemente con quanto esposto, una parte della dottrina ha ritenuto che si tratti di una definizione eccessivamente ampia, derivandone che l'applicazione delle norme di tale regolamento sarà subordinata ad una valutazione caso per caso della natura delle cripto-attività, sulla base di un'analisi che dia priorità alla sostanza sulla forma, ai fini della individuazione della funzione svolta dagli asset medesimi.[114] In aggiunta, l'ampiezza di tale definizione comporta anche il rischio che, data la stretta correlazione delle

---

fasc. speciale, 2022, pp. 66 e ss.

[111] M. CIAN, *op. cit.*

[112] M. CIAN, *op. cit.*

[113] Vedasi ESMA, *Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, del 29 gennaio 2024, reperibile al seguente link: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA75-453128700-52_MiCA_Consultation_Paper_-_Guidelines_on_the_qualification_of_crypto-assets_as_financial_instruments.pdf.

[114] D. CONTE, *Imposizione reale e ricchezza di origine virtuale: quale tassazione per le criptoattività?*, in *Riv. Dir. Trib.*, n. 5, 2023, p. 494.

discipline, possa generarsi anche una contaminazione tra il settore della finanza tradizionale e quello delle cripto-attività.[115]

4.1. [Segue] Le espresse esclusioni dall'ambito di applicazione del MiCAR

Come si diceva, la distinzione rispetto agli strumenti finanziari risulta essere sicuramente di non poco momento, in quanto ne deriva la disciplina applicabile alle attività in oggetto.[116] Tuttavia, va riconosciuto che la classificazione basata sulla funzione svolta dall'asset richiede un'analisi molto complessa, che può indubbiamente creare ulteriori perplessità agli studiosi e, anche perché, questa impostazione contribuisce ad «accrescere il disorientamento degli studiosi che sono indotti a ritenere che gli asset virtuali debbano necessariamente trovare collocazione nel sistema finanziario, ed essere considerati a tutti gli effetti contratti finanziari».[117] Come sottolineato in precedenza, una delle ragioni principali per cui si è deciso di introdurre una disciplina comune è stato consentire ai mercati di cripto-attività di svilupparsi in ambito europeo, nell'ambito di un quadro giuridico solido e comune per tutti quegli asset che non risultano essere riconducibili all'applicazione della previgente normativa comunitaria in materia di servizi finanziari (Direttiva MIFID II[118]). Questo ha portato, da un lato all'ampliamento

[115] D. CONTE, *ibidem*.

[116] La questione ha interessato svariati campi, tra cui anche quello delle registrazioni di tali asset nelle statistiche macroeconomiche. A riguardo, vedasi Il documento dell'IMF *Committee on Balance of Payments Statistics*, The *Recording of Crypto Assets in Macroeconomic Statistics*, consultabile al seguente link: https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/gfsac/pdf/Recording_Crypto_Assets_MacroStats_July_22.pdf.

[117] M. PIERRO, *Contributo all'individuazione della nozione di crypto asset e i suoi riflessi nell'ordinamento tributario nazionale, cit.*, p. 588.

[118] In particolare, la attuale disciplina si distingue in due parti: la Direttiva MiFID II, che è incentrata sulle procedure ed il Regolamento MiFIR, principalmente relativo alle strutture di mercato; entrambi sono stati introdotti per via della generale disparità di informazioni esistente sul mercato dei servizi finanziari, l'UE ha ritenuto opportuno introdurre delle norme ulteriori che tutelassero gli investitori, per maggiori approfondimenti vedasi M. HAENTJANS - P.

della nozione di strumento finanziario,[119] che attualmente ricomprende infatti anche quegli *asset* che possono essere emessi mediante tecnologia di registro distribuito; dall'altro, all'individuazione dell'ambio di applicazione della nuova disciplina, nonché delle espresse esclusioni dallo stesso. Essa si applica infatti solo alle cripto-attività non assimilabili a strumenti finanziari, depositi o depositi strutturati, secondo le definizioni della normativa unionale in materia di servizi finanziari.

Ne deriva che il Regolamento MiCA non si applica alle criptovalute che possano qualificarsi come strumenti finanziari, così come individuati dall' art. 4, par. 1, num. 15, della Direttiva 2014/65/UE. Nel succitato articolo della Direttiva MiFID II, è possibile leggere che strumenti finanziari sono quelli definiti nella Sezione C dell'Allegato I. L'ESMA ha in merito rilevato che essendo la MiFID II una Direttiva, essa potrebbe essere stata recepita in modo, seppur leggermente, diverso nelle varie legislazioni nazionali, che potrebbero aver impiegato elencazioni restrittive oppure definizioni ben più ampie. Da ciò che ne deriva che un medesimo asset in uno Stato Membro potrebbe essere considerato come strumento finanziario ai sensi della Direttiva MiFID II, ma non in altre giurisdizioni, e da ciò quindi deriverebbe l'applicazione di una diversa disciplina e, conseguentemente, una violazione di uno dei principali obiettivi del MiCAR, ossia quello di creare un ambiente di assoluta parità di trattamento dei diversi fornitori di servizi di cripto-attività. Inoltre, potrebbe derivarne un fenomeno di *regulatory arbitrage*, ossia la scelta del sistema normativo per aggirare normative sfavorevoli.[120]

De Gioia Carabellese, *European Banking and Financial Law*, 2a ed., Routledge, Londra, 2020.

[119] Art. 4, par. 1, punto 15), della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II).

[120] Vedasi a tale riguardo, ESMA, *Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, del 29 gennaio 2024, consultabile al seguente link: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA75-453128700-52_MiCA_Consultation_Paper_-_Guidelines_on_the_qualification_ of_crypto-assets_as_financial_instruments.pdf, dove l'autorità ha ravvisato *«This absence of a common definition and shared criteria applicable to all financial instruments*

Ancora, non si applica la disciplina del MiCAR nemmeno nel caso in cui le cripto-attività siano riconducibili alla moneta elettronica, di cui all'art. 2, n. 2, della Direttiva 2009/110/CE (*E–Money Directive or the electronic money directive*, c.d. EMD), salvo quando rientrino tra i gettoni di moneta elettronica ai sensi del Regolamento in analisi. In buona sostanza, la moneta elettronica "tradizionale" risulta essere esclusa dall'applicazione del Regolamento in analisi, salvo che si tratti di *token* di moneta elettronica, parliamo quindi di un'esclusione dall'esclusione citata.[121]

Inoltre, non si applica il MiCAR neanche in caso di depositi, così come definiti all'art. 2, par. 1, num. 3, della Direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi.

Infine, non trova applicazione neanche nel caso di depositi strutturati, di cui all'art. 4, par. 1, n. 43, della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II).[122]

---

makes it more difficult to adopt a holistic approach in these draft guidelines and to establish a standardised test that could be applied to all types of financial instruments. At the same time, it is important to avoid a piecemeal approach and the below guidelines are therefore attempting to establish some high-level criteria or general principles that can be used to promote convergent practices at national level regarding the classification of crypto-assets as financial instruments. The assessment as to whether a crypto-asset should be considered a financial instrument should however remain a case by-case exercise and the guidelines are only meant to promote convergent practices in this context. Finally, offerors or persons seeking admission to trading of crypto-assets are primarily responsible for the correct classification of such assets. This classification might however be challenged by the relevant NCA, both before the date of publication of the offer and at any time thereafter».

[121] La questione risulta essere ben complessa, in quanto, per esempio, se si possiede uno strumento finanziario basato sulla DLT ad esso si applicheranno le normative esistenti e non il MiCAR, ma se, tuttavia, si fosse possessori di moneta elettronica, ma essa soddisfi anche le premesse della definizione di *token* di moneta elettronica, di cui alla normativa in analisi, allora questa verrà regolata da quest'ultimo.

[122] Vedasi l'art. 2, del Titolo I, in merito all'ambito di applicazione.

5. Conclusioni e prospettive de iure condendo

La distinzione tra cripto-attività e strumenti finanziari non è una mera questione teorica ed ermeneutica, ma possiede importanti implicazioni pratiche per gli operatori del mercato, per gli investitori, nonché per autorità di vigilanza. In effetti, la qualificazione giuridica di un determinato asset digitale definisce il regime normativo da applicare e, quindi, gli obblighi in materia di trasparenza, autorizzazione e vigilanza e le tutele per gli investitori.[123]

La definizione di cripto-attività fornita dal Regolamento MiCA è estremamente ampia e descrittiva. Questo consente, da un lato, di abbracciare una vasta gamma di asset digitali, ma, al contempo, genera difficoltà nel tracciare una netta linea di demarcazione con gli strumenti finanziari disciplinati dalla MiFID II. Possono così generarsi incertezze interpretative, in particolare nei casi in cui gli schemi normativi di MiCAR e MiFID II si sovrappongano.[124] Per esempio, i *security token*, pur essendo considerati strumenti finanziari assoggettati alla normativa MiFID II, condividono alcune caratteristiche con gli asset regolamentati dal MiCAR.[125] L'esistenza di

[123] Come sostenuto anche da F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, *cit.*, «un *token* che presenti caratteri di rischio-rendimento assimilabili ad un titolo di capitale, o ad uno strumento di debito, o ad una diversa categoria di strumento finanziario, è pacificamente da considerarsi alla stregua di un prodotto finanziario».

[124] Tali sovrapposizioni possono derivare altresì dalla struttura ed impostazione simili delle due normative europee. Sulla questione si è soffermato F. ANNUNZIATA, *ibid*., che ha ravvisato: *«MiCAR represents an (almost perfect) homologue, in the sphere under discussion, of the MiFID discipline and, not by chance, shows affinities with the latter in its very title (and acronym): both, in fact, aim to regulate not products but their relevant markets. Ultimately, just as one does not expect to find in MiFID a regulation of individual financial instruments as such – specifically, shares, bonds, participative financial instruments, units of collective investment undertakings, emission allowances, derivatives etc. – similarly, one does not find a regulation of crypto-assets as such in MiCAR»*.

[125] I *security token* posseggono praticamente tutte le caratteristiche di cui alla definizione di cripto-attività improntata dal MiCAR, come la rappresentazione digitale su tecnologia DLT, la trasferibilità mediante mercati digitali, l'emissione e circolazione decentralizzata e mediante il potenziale utilizzo di *smart contract*. La principale distinzione rispetto alle altre cripto-attività regolate da MiCA risiede

aree in cui le due discipline si sovrappongono sembra altresì suggerire che il legislatore europeo abbia inteso adattare la preesistente normativa sugli strumenti finanziari alle caratteristiche degli asset crittografati, che vengono attratti, per così dire, in via forzata a tale disciplina.[126] Tale impostazione pare quasi sottintendere l'interesse del legislatore rivolto più alla fase della *tokenizzazione* degli strumenti finanziari e l'uso degli *smart contracts*, invece che alla vera e propria creazione di un mercato delle cripto-attività.[127] Una tale impostazione non è da considerare ottimale poste le notevoli differenze esistenti tra le due categorie di investimenti in analisi. Infatti, malgrado sia sicuramente in linea con il principio di neutralità tecnologica – sulla base del quale investimenti con analogo rischio devono essere sottoposti alle medesime regole[128] – ricondurre le varie categorie di cripto-attività alla nozione di strumento finanziario potrebbe generare fraintendimenti per gli interpreti e, soprattutto, per gli operatori. Per altro, una normativa frammentaria e incompiuta genera altresì il rischio che venga meno l'affidamento degli operatori e, di conseguenza, i loro investimenti nel settore medesimo, generando un rallentamento all'evoluzione di un sistema finanziario sempre più digitalizzato e decentralizzato.[129]

---

nella funzione finanziaria: i *security token* rappresentano normalmente diritti finanziari tradizionali e risulta essere quindi assoggettati alla normativa MiFID II. Tale sovrapposizione può generare non poche incertezze, ma è solita emergere in casi limite, come ad esempio nel caso in cui l'asset all'emissione non fosse un *token* di sicurezza, ma ne assume le relative caratteristiche successivamente.

[126] M. PIERRO, *Contributo all'individuazione della nozione di crypto asset e suoi riflessi nell'ordinamento tributario nazionale*, in *Rassegna Tributaria*, n. 3, 2022, p. 579.

[127] F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)?,* in *Rivista di Diritto Bancario*, n. 2, 2021, p. 448.

[128] F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica,* in *Rivista della regolazione dei mercati*, n. 2, 2018, pp. 226 e ss.

[129] P. LEOCANI ET AL., *Tecnologie di registro distribuito (distributed ledger technologies – blockchain) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (security token): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato*, in *Rivista di Diritto Bancario*, n. 2, 2022, p. 76.

In conclusione, possiamo ritenere che, allo stato attuale, ciò che consente di ricondurre una cripto-attività alla normativa MiFID II o MiCAR è il suo carattere di *finanziarietà*, da verificare secondo un approccio *case-by-case* e, soprattutto, di tipo *look through*, ossia prescindendo dal mero *nomen juris* dell'asset, ma verificando l'effettiva funzione espletata dallo stesso e le caratteristiche che possiede, considerando altresì la sua variabilità nel tempo.[130] Alla luce delle criticità esposte, possiamo verosimilmente attenderci che nei prossimi anni le autorità di regolamentazione dovranno affinare i criteri interpretativi per distinguere con maggiore precisione le due categorie. In un tale contesto, l'evoluzione degli interventi giurisprudenziali e di prassi avrà un ruolo centrale nella regolamentazione delle cripto-attività.

[130] Cfr. I. SÁNCHEZ GIL, *¿Tokens como valores negociables? La aplicabilidad del marco europeo del sector financiero a los criptoactivos (I token come titoli negoziabili? L'applicabilità del quadro normativo europeo del settore finanziario alle criptovalute)*, in *Revista General de Derecho de los Sectores Regulados*, vol. 11, 2023, p. 125, che ha ritenuto che tale normativa sposti l'onere di individuare la delimitazione tra le due discipline agli operatori privati, che saranno sottoposti ad un controllo *ex post* per effetto della responsabilità civile. Ne derivano pertanto effetti negativi sulla certezza del diritto.