

# ***Fintech: tra piattaforme di crowdfunding, valute virtuali e contrasto del riciclaggio***

Giulia Serafin

Dottoranda di ricerca in Diritto, mercato e persona nell'Università Ca' Foscari Venezia, Italia

**Abstract** The essay briefly describes the Fintech phenomenon. More specifically, it analyses investment-based crowdfunding, lending-based crowdfunding and virtual currencies and the legislative solutions for these activities, in particular from the point of view of the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing.

**Keywords** Fintech. Crowdfunding. Investment-based crowdfunding. Lending-based crowdfunding. Virtual currencies. Money laundering. Terrorist financing.

**Sommario** 1. L'ecosistema *Fintech*. – 2. Attività *Fintech* e opportunità di regolamentazione. – 3. Valute virtuali e piattaforme di *crowdfunding* alla prova dei fatti. – 4. Necessità di una risposta regolamentare. – 5. Il *crowdfunding*. – 5.1 *Investment-based crowdfunding* e disciplina antiriciclaggio. – 5.2 *Lending-based crowdfunding* e disciplina antiriciclaggio. – 6. Le valute virtuali e i nuovi soggetti obbligati alla disciplina antiriciclaggio. – 7. Alcune riflessioni conclusive.



**Edizioni**  
Ca Foscari

## **Open access**

© 2019 | Creative Commons Attribution 4.0 International Public License



**Citation** Serafin, Giulia (2019). "Fintech: tra piattaforme di *crowdfunding*, valute virtuali e contrasto del riciclaggio". *Ricerche giuridiche*, 8(1), 119-144.

DOI 10.30687/Rg/2281-6100/2019/01/006

## 1 L'ecosistema Fintech

L'avanzamento del processo di digitalizzazione dell'economia sta velocemente avanzando anche nel settore finanziario. È ormai un dato di fatto che il mondo bancario e finanziario è pienamente coinvolto da un'ondata di cambiamento che sta trasformando la fisionomia dell'intero settore. Queste trasformazioni vedono l'ingresso di nuovi soggetti, innovazioni nei modelli di business delle imprese, nuovi servizi o servizi prestati con modalità differenti.

Da molti questo impatto viene segnalato come dirompente, un'innovazione finanziaria caratterizzata da elementi che non hanno precedenti nella storia, un fenomeno comunemente noto come *Fintech*, derivante dalla crasi dei termini *financial* e *technology*<sup>1</sup>.

Anche se non esiste una definizione univoca del fenomeno, quella attualmente più accreditata è fornita dal Financial Stability Board (FSB). Secondo il FSB, *Fintech* può essere definita come «*technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services*»<sup>2</sup>.

Una precisazione del fenomeno *Fintech* è data dall'European Banking Authority (EBA). Pur accogliendo la definizione fornita dal FSB, l'EBA inquadra la *Fintech* specificando alcune tipologie di in-

**1** Sul tema *Fintech* in generale si vedano: ALPA, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, in *Contr. e impr.*, 2019, p. 377 ss.; ARNER, BARBERIS, BUCKLEY, *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?*, in *University of Hong Kong - Faculty of Law, Research Paper No. 2015/047* e in *UNSW Law Research Paper No. 2016-62*, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2676553>; BARBERIS, CHISHTI, *The FinTech Book*, Wiley, Hoboken, 2016, *passim*; BOFONDI, GOBBI, *The Big Promise of Fintech*, in *European Economy*, 2017, 2, p. 107 ss.; CAPRIGLIONE, *Considerazioni a margine del volume "Il tramonto della banca universale?"*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018, 1, p. 1 ss.; DAROLLES, *The Rise of Fintechs and their Regulation*, in *Banque de France, Financial Stability Review*, 2016, 20, p. 85 ss.; FALCONE, *Tre idee intorno al c.d. "FinTech"*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 1, p. 351 ss.; LEMMA, *Fintech Regulation: The Need for a Research*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2018, 4, 2, p. 38 ss.; LENER, *Fintech: Diritto, tecnologia e finanza*, in *I quaderni di Minerva Bancaria*, 2018, p. 2, *passim*; MADIR, *What is FinTech?*, in *FinTech. Law and Regulation*, a cura di Madir, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2019, p. 1 ss.; MINTO, VOELKERLING, WULFF, *Separating Apples from Oranges: Identifying Threats to Financial Stability Originating from Fintech*, in *Capital Markets Law Journal*, 2017, 12, 4, p. 428 ss.; PARACAMPO, *FinTech e il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di Paracampo, Giappichelli, Torino, 2017, p. 1 ss.; PELLEGRINI, *Il diritto cybernetico nei riflessi sulla materia bancaria e finanziaria*, in *Guido Alpa*, a cura di Capriglione, Padova, 2019, p. 351 ss.; PUSCHMANN, *Fintech*, in *Business & Information System Engineering*, 2017, 59, p. 69 ss.

**2** FSB, *Financial Stability Implications from FinTech – Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities Attention*, giugno 2017, p. 7. La stessa definizione viene adottata anche dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria: BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Sound Practices: Implications of Fintech Developments for Banks*, febbraio 2017, p. 8, disponibile all'indirizzo: <https://www.bis.org/bcbss/publ/d431.pdf>.

novazione che caratterizzerebbero un servizio *Fintech*<sup>3</sup>. Tra queste possono annoverarsi il canale di distribuzione esclusivamente online o mobile, la tecnologia che abilita all'utilizzo dell'*high frequency trading*, la tecnologia che permette di comprare/detenere/vendere le monete virtuali, la *Big data analytics*, la *robo advice*; le piattaforme online; il *cloud computing*; i servizi di aggregazione dei dati; la *distributed ledger technology*; l'identificazione digitale; gli *smart contracts*<sup>4</sup>.

*Fintech*, dunque, è un termine utilizzato per coprire un'ampia gamma di fenomeni che vanno dalla creazione di nuovi sistemi di pagamento, ai canali di finanziamento alternativi; dalla creazione di nuove valute virtuali sino ai nuovi processi attraverso i quali vengono offerti servizi finanziari già conosciuti.

Insomma, sembra che esso possa considerarsi come un «ampio ed eterogeneo ecosistema, che racchiude diverse articolazioni o fattispecie, più o meno diffuse sul mercato, accomunati dal fatto di essere considerati *as financial activities wich provide an added value by means of digital technology*»<sup>5</sup>.

Genericamente, si può pensare ad esso come un ecosistema che identifica una serie di attività che si avvalgono dell'utilizzo di applicazioni tecnologiche altamente innovative come l'uso dei big data e le loro particolari tecniche di analisi, quali la *Big data analytics* e il *machine learning*.

Sin dal suo emergere è sorto un ampio dibattito che ha coinvolto vari organismi a diversi livelli<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> EBA, *Discussion Paper on the EBA's Approach to Financial Technology (FinTech)*, agosto 2017, p. 19.

<sup>4</sup> L'ESMA (European Securities and Markets Authority) utilizza una definizione che si basa sulla descrizione dell'impatto della tecnologia sulle istituzioni finanziarie e sui servizi offerti: «*a type of financial innovation that relies on Information Technology to function, e.g. internet, cloud etc. and that can result in new business models, applications, processes, products, or services with an associated effect on financial markets and institutions and the provisions of financial services*». Si veda: ARMSTRONG (Senior Risk analysis Officer, Innovation and Products Team, ESMA), *Financial Technology: The Regulatory Tipping Points*, settembre 2016, p. 2, disponibile all'indirizzo: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1420\\_financial\\_technology\\_the\\_regulatory\\_tipping\\_points\\_by\\_patrick\\_armstrong\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1420_financial_technology_the_regulatory_tipping_points_by_patrick_armstrong_0.pdf).

<sup>5</sup> PARACAMPO, *FinTech tra algoritmi, trasparenza e algo-governance*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2019, I, p. 214, nt. 2.

<sup>6</sup> Tra i numerosi studi, si vedano: AA.VV., *Fintech and Financial Services: Initial Considerations*, IMF Staff Discussion Note, giugno 2017; BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Sound Practices: Implications of Fintech Developments for Banks and Bank Supervisors*, cit.; FSB, *Fintech and Market Structure in Financial Services: Market Developments and Potential Financial Stability Implications*, febbraio 2019; FSB, *Financial Stability Implications from FinTech - Supervisory and Regulatory issues that Merit Authorities Attention*, cit.; IOSCO, *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, febbraio 2017; SCHENA, TANDA, ARLotta, POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech - Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in *Quaderni Fintech Consob*, marzo 2018.

Anche il dibattito nelle sedi europee si è intensificato, traducendosi in numerosi studi, analisi e proposte<sup>7</sup> e, se inizialmente le Istituzioni europee hanno assunto un approccio c.d. *wait and see*, le spinte di tipo fattuale hanno consigliato un approccio maggiormente interventista. Ad un tempo in cui ci si è limitati ad osservare i fenomeni che l'innovazione tecnologica ha portato nel settore finanziario, è seguito un tempo in cui le Istituzioni europee e gli Stati membri hanno iniziato a enucleare alcuni interventi, almeno con riguardo ai fenomeni meglio studiati.

Tuttavia, il dibattito non si è tradotto, almeno per il momento, in un unitario intervento regolatore dei diversi settori *Fintech*. Per lo più, sono stati i singoli stati che, seguendo gli indirizzi riportati dai vari documenti emersi a livello internazionale ed europeo, si sono occupati di regolare alcune tipologie di attività riconducibili all'ecosistema *Fintech*.

## 2 Attività *Fintech* e opportunità di regolamentazione

Come già premesso, moltissimi studi si sono occupati del fenomeno *Fintech*. Il dibattito si è focalizzato, soprattutto, su alcuni macro-temi, quali la dimensione del fenomeno e la sua diffusione, la mappatura delle attività interessate, i benefici e i rischi ad esso legati e la prospettiva di una loro regolamentazione<sup>8</sup>.

Tra i benefici comunemente sottolineati spiccano sicuramente quelli relativi alla riduzione dei costi e dei tempi delle transazioni, alla maggiore personalizzazione dei servizi e ai benefici in termini di inclusione finanziaria, nonché, più in generale, ad una crescita in termini di competitività dell'intero settore finanziario.

Accanto ai benefici che la *Fintech* è in grado di apportare, non mancano i rischi che, nelle varie sedi, sono stati evidenziati. A parte i rischi specificamente legati ad ogni singola attività che può ricondursi all'ecosistema *Fintech*, più in generale possono qui essere ricordati i rischi legati al fatto che si tratta per lo più di attività non regolate e che essendo offerte tramite canali digitali, travalicano i confini meramente nazionali. Inoltre, il fatto che le entità coinvolte non siano soggette ai rigidi requisiti prudenziali e alle regole di condotta che sono imposte agli intermediari sottoposti a vigilanza pone

---

<sup>7</sup> Si vedano, *ex multis*: COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, COM(2018) 109 final, giugno 2018 e la Risoluzione del PARLAMENTO EUROPEO, *Tecnologia finanziaria: influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario*, (2016/2243(INI)), maggio 2017.

<sup>8</sup> Si rimanda alle note precedenti per i riferimenti bibliografici.

significativi problemi di natura operativa e conduce ad interrogativi in merito alla trasparenza dei servizi resi, senza contare quelli legati ai possibili attacchi informatici ed alle frodi, nonché al rischio che tali attività possano veicolare operazioni illecite.

È ormai noto come alcune delle caratteristiche tipiche delle attività *Fintech* prestino facilmente il fianco ad un loro utilizzo per il riciclaggio di denaro e per il finanziamento del terrorismo. Tra queste caratteristiche vanno richiamate, soprattutto, la difficile tracciabilità delle operazioni, le quali avvengono attraverso sistemi non regolati o parzialmente regolati; nonché la facilità con la quale queste operazioni possono concludersi grazie ai nuovi canali digitali, i quali, a loro volta, richiedono tempi brevi e costi piuttosto contenuti.

Due, in particolare, sono le attività che meritano particolare attenzione quanto agli aspetti appena elencati: il *crowdfunding* e le valute virtuali.

In entrambi i casi si tratta di attività - relativamente - nuove, le quali coinvolgono soggetti non vigilati, che operano sfruttando canali digitali. Queste attività sfuggono all'inquadramento in categorie giuridiche già note e, di conseguenza, non sono (o non sono sufficientemente) regolate, il che contribuisce ad esacerbarne la natura già di per sé sufficientemente opaca.

Si pone così il tema dell'opportunità di una loro regolamentazione e, nel caso di risposta affermativa, delle modalità di essa. Come sempre accade quando si pone la questione dell'opportunità o meno di regolare una certa attività, anche in questo caso la scelta di regolamentare le attività *Fintech* si scontra con diverse questioni, le quali possono facilmente intuirsi. L'innovazione è un processo che richiede di per sé un certo spazio di manovra e, di conseguenza, la scelta di disciplinare i soggetti e le attività coinvolte nell'ecosistema *Fintech* potrebbe costituire un ostacolo all'innovazione, traducendosi in vincoli che limitano, appunto, tale spazio. Del resto, anche i costi richiesti agli operatori per adeguarsi alla regolamentazione del settore finanziario potrebbe tradursi in un freno all'innovazione.

Ma se c'è una cosa che l'ultima crisi finanziaria ha insegnato è che la stabilità del sistema finanziario è un interesse che va tutelato, come lo sono la sua trasparenza e la sua efficienza.

Ed allora è necessario chiedersi a quanta parte di trasparenza e stabilità del sistema finanziario si può rinunciare per raggiungere l'obiettivo di una maggiore efficienza in termini di rapidità e di minori costi. È giusto rinunciare a qualsiasi tipo di intervento normativo per non ostacolare l'innovazione?

Per rispondere a queste domande è necessario fare un passo indietro ed analizzare brevemente alcuni casi che possono aiutare a comprendere certi profili di debolezza del *crowdfunding* e delle valute virtuali.

### 3 Valute virtuali e piattaforme di *crowdfunding* alla prova dei fatti

Sin da quando le valute virtuali e il *crowdfunding* hanno cominciato a diffondersi è cresciuto anche l'interesse verso queste nuove attività da parte della criminalità organizzata.

Tra i casi più noti si può ricordare quello relativo al sito denominato Silk Road<sup>9</sup>. Il sito nasceva nel 2011 e consisteva in una piattaforma di *e-commerce* che permetteva liberamente la compravendita di droga. Successivamente, il sito veniva utilizzato anche per lo scambio di numerosi altri beni di provenienza illecita o la cui compravendita è considerata illegale (armi, materiale pedo-pornografico, documenti falsi e così via).

Il sito ovviamente non era accessibile tramite i normali canali di ricerca, ma risiedeva nel *dark web*. Il *dark web* fa parte del *deep web* e per accedervi sono necessari particolari software. Tra questi software il più famoso è Tor, il quale permette di rendere completamente anonime le comunicazioni e le transazioni che avvengono online. In buona sostanza, Tor impedisce la tracciabilità dei segnali internet, spalmandoli su una serie di server e rendendo così quasi impossibile risalire agli indirizzi IP di venditore e compratore.

Naturalmente, le transazioni che avvenivano nel sito Silk Road non potevano utilizzare i sistemi di pagamento normalmente utilizzabili sui siti di *e-commerce*, poiché questo avrebbe compromesso l'anonimato delle relative transazioni. Così, il fondatore del sito, Ross Ulbricht, aveva previsto che il prezzo della compravendita venisse saldato utilizzando esclusivamente bitcoin. Grazie ai bitcoin veniva mantenuto un elevato tasso di anonimato anche nei pagamenti.

Anche se le autorità conoscevano l'esistenza del sito ed i traffici illeciti che ivi avvenivano, ci volle molto tempo per riuscire a risalire alle identità degli amministratori e dei fornitori del sito. Il suo fondatore veniva tratto in arresto nell'ottobre del 2015 ed accusato di vari reati, tra i quali traffico di droga, riciclaggio di denaro e persino tentato omicidio. Il sito veniva, infine, chiuso dall'FBI e Ross Ulbricht condannato a diversi anni di reclusione.

---

<sup>9</sup> FATF, *Virtual Currencies Key Definitions and Potential AML/CFT Risks*, giugno 2014, p. 11. Il documento riporta altri due casi famosi, uno dei quali è quello della Liberty Reserve, descritto come il più grande caso di riciclaggio di denaro online. In breve, la società forniva un servizio online per effettuare transazioni in tutto il mondo senza alcun sistema di verifica su chi effettuava le transazioni e su chi riceveva il denaro, offrendo anche un servizio a pagamento volto a nascondere il proprio numero di conto durante le transazioni. Sul caso, si vedano anche SANTORA, RASHBAUM, PERLROTH, *Online Currency Exchange Accused of Laundering \$6 Billion*, in *The New York Times*, 2013, 28 maggio; TRAUTMAN, *Virtual Currencies Bitcoin & What Now After Liberty Reserve, Silk Road, and Mt. Gox?*, in *Richmond Journal of Law & Technology*, 2014, 20, 4, p. 91 ss.

Molte sono poi le campagne di raccolta di fondi promosse attraverso i *social media* che celano, nella realtà, canali di finanziamento da destinare alle organizzazioni terroristiche.

Nell'agosto del 2015 Ali Shukri Amin, attraverso Twitter, forniva indicazioni su come servirsi dei bitcoin per celare la fornitura di fondi all'ISIL e agevolare il viaggio dei sostenitori di tale organizzazione terroristica verso la Siria, per combattere a fianco della stessa. Egli suggeriva di ricorrere al c.d. *Dark Wallet* (un bitcoin wallet, che mantiene l'utilizzatore anonimo) e dava istruzioni su come creare un sistema di donazioni, sempre anonimo, per l'invio di denaro al *mujahedeen* (combattente della *Jihad*). Amin verrà poi condannato negli Stati Uniti ad undici anni di reclusione a seguito dell'impiego di Twitter per promuovere ed incoraggiare l'utilizzo delle valute virtuali per finanziare l'ISIL e i suoi sostenitori.

Come le operazioni in valute virtuali, anche il *crowdfunding* si presta di per sé a celare questo tipo di operazioni. Basti pensare che, ad esempio, nella forma del *donation-based crowdfunding* aderendo ad una raccolta di fondi spesso non si ha la certezza della destinazione delle somme donate. Anche modelli più elaborati di *crowdfunding*, quali l'*investment-based crowdfunding* e il *lending-based crowdfunding*, potrebbero facilmente nascondere operazioni volte al riciclaggio del denaro data la velocità delle operazioni, le quali avvengono tutte online, attraverso appositi account, con la (solo) relativa possibilità di identificazione del datore di fondi, che ben potrebbe nascondersi dietro una falsa identità o un prestanome. E i problemi possono aumentare quando le operazioni vengono svolte utilizzando valute virtuali, per poi essere convertite in moneta legale.

Molti sono i casi conosciuti in cui sono state promosse operazioni di *crowdfunding* per raccogliere fondi da destinare a popolazioni bisognose ma che, in realtà, venivano utilizzati per finanziare operazioni terroristiche<sup>10</sup>.

#### 4 Necessità di una risposta regolamentare

Le valute virtuali e il *crowdfunding*, pur rappresentando una notevole opportunità in termini di innovazione finanziaria e di inclusio-

---

<sup>10</sup> FATF, *Emerging Terrorist Financing Risk*, ottobre 2015, 30 ss., dove si legge: «*Crowdfunding websites allow people to easily set up a fundraising page and collect donations. Yet, crowdfunding is vulnerable to exploitation for illicit purposes, including instances where the true purpose of the funding campaign is masked. Individuals and organizations seeking to fundraise for terrorism and extremism support may claim to be engaging in legitimate charitable or humanitarian activities and may establish NPOs for these purposes. Several cases indicate that the end-use of funds collected through crowdfunding and social networks was not known to donors*».

ne finanziaria, comportano anche pericoli per il sistema finanziario.

I motivi per i quali queste attività appaiono particolarmente attraenti per le organizzazioni criminali sono facilmente intuibili: come già detto, si tratta di canali alternativi rispetto a quello finanziario o bancario dove invece tutto è, in qualche modo, registrato e tracciabile. Si tratta di sistemi nuovi, non ancora sottoposti a regolamentazione e che, pertanto, tendono a sfuggire alle normative previste per prevenire il riciclaggio e il finanziamento al terrorismo<sup>11</sup>.

Le organizzazioni criminali, infatti, cercano di evitare di lasciare traccia delle operazioni finanziarie compiute e di mantenere l'assoluto anonimato sull'identità dei soggetti coinvolti<sup>12</sup>. Di certo, tali operazioni richiedono maggiori competenze digitali, ma l'anonimato che spesso garantiscono è elevato.

Si fa sempre più attuale l'esigenza di elaborare una risposta che sia in grado di evitare che il *crowdfunding* e le operazioni in valute virtuali, nonché le attività *Fintech* più in generale, vengano piegate a scopi illeciti<sup>13</sup>.

Di fronte a queste evidenze si pone, così, il problema della regolamentazione del fenomeno in sé e, soprattutto, della necessità di risolvere i problemi legati alle nuove attività ricomprese nell'ecosistema *Fintech* nel contesto del contrasto del riciclaggio del denaro e del finanziamento del terrorismo.

Il rischio di porre un freno all'innovazione non sembra più un obiettivo così sostenibile, se il prezzo da pagare è quello di vedere interi settori piegati ad usi illeciti.

In questo quadro, dopo un veloce inquadramento dei fenomeni del *crowdfunding* e delle valute virtuali, verranno analizzate le soluzioni legislative offerte per contrastarne il possibile abuso a scopi di ri-

**11** URBANI, MINTO, *La quarta direttiva europea in materia di antiriciclaggio, tra luci, ombre e prospettive*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 2017, I, p. 119 ss. Più in generale, l'avvento di internet ha notoriamente posto numerose sfide al contrasto del riciclaggio e del finanziamento al terrorismo internazionale, e ciò per varie ragioni: le transazioni sono eseguibili in tempi molto minori grazie agli strumenti digitali e a costi contenuti rispetto ai canali tradizionali, il che poi si accompagna ad una tendenziale opacità dei flussi finanziari. Paradigmatico, in passato, è stato il fenomeno dell'introduzione della moneta elettronica. Sul punto, si veda URBANI, *Disciplina antiriciclaggio e ordinamento del credito*, Cedam, Padova, 2005, p. 39 ss.

**12** CIERVO, *Il rischio di money laundering e money dirtying connesso alle piattaforme e alle operazioni di crowdfunding: valutazione e gestione alla luce delle recenti evoluzioni normative*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018, 1-supplemento, 10.

**13** In una recente Relazione della Commissione al Parlamento europeo ed al Consiglio sulla valutazione dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo si fa riferimento specifico alle piattaforme di finanziamento collettivo e alle monete virtuali in ragione della loro esposizione «in maniera significativa ai rischi di riciclaggio/finanziamento del terrorismo»: v. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione sulla valutazione dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo che incidono sul mercato interno e sono connessi ad attività transfrontaliere*, COM(2017) 340 final, 2017.



ciclaggio o finanziamento al terrorismo.

Si tratta, peraltro, di due fenomeni molto diversi tra loro e, di conseguenza, caratterizzati da approcci completamente differenti.

## 5 Il crowdfunding

Come noto, il *crowdfunding* consiste in un canale alternativo rispetto a quelli tradizionali, che consente di reperire risorse finanziarie e che si avvale di apposite piattaforme digitali<sup>14</sup> grazie alle quali avviene l'incontro tra domanda ed offerta (ossia tra coloro che necessitano di reperire fondi e coloro che desiderano investire risorse in surplus)<sup>15</sup>.

La Commissione europea definisce il *crowdfunding* come «*an emerging alternative form of financing that connects those who can give, lend or invest money directly with those who need financing for a specific project. It usually refers to public online calls to contribute finance to specific projects*»<sup>16</sup>.

Comunemente, si distinguono quattro tipologie di *crowdfunding*<sup>17</sup>. La prima è denominata *donation-based crowdfunding*, laddove i finanziatori devolvono una determinata somma in favore di una specifica iniziativa, generalmente di carattere benefico, culturale o sociale. A fronte di questa donazione il sostenitore non riceve alcun ritorno di carattere economico o finanziario se non, talvolta, informazioni re-

<sup>14</sup> In generale, sulle funzioni delle piattaforme nella moderna economia, si veda ROSSI, *Il ruolo delle piattaforme nell'economia dei Big Data*, in *Informazione e Big Data tra innovazione e concorrenza*, a cura di Falce, Ghidini, Olivieri, Giuffrè, Milano, 2018, p. 78 ss.

<sup>15</sup> FERRARINI, MACCHIAVELLO, *FinTech and Alternative Finance in the CMU: The Regulation of Marketplace Investing*, in *Capital Markets Union in Europe*, a cura di Busch, Avgouleas, Ferrarini, Oxford, 2018, p. 210.

<sup>16</sup> COMMISSIONE EUROPEA (sito), [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/crowdfunding\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/crowdfunding_en). Sempre la Commissione europea si riferisce al *crowdfunding* sottolineando due elementi chiave, la partecipazione del pubblico (della folla) e le piattaforme attraverso le quali avvengono tali operazioni: «*crowdfunding refers to an open call the public to raise funds for a specific project. Crowdfunding platforms are websites that enable interaction between fundraisers and the crowd. Financial pledges can be made and collected through the platform*»: COMMISSIONE EUROPEA, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, SWD(2016) 154 final, Bruxelles, 2016, p. 8.

<sup>17</sup> Va rilevato che, accanto alle quattro tipologie di *crowdfunding* che vengono generalmente individuate, esistono anche forme ibride di *crowdfunding*, nelle quali si assiste alla combinazione di elementi appartenenti a due o più categorie. Inoltre, l'*investment-based crowdfunding* e il *lending-based crowdfunding* conoscono una serie di varianti con riferimento ai modelli di business adottati rispetto al modello di base. Infine, si tenga presente che in alcune elencazioni, accanto alle quattro tipologie classiche di *crowdfunding*, se ne aggiunge una quinta: l'*invoice trading*, che costituisce una forma di finanziamento che avviene tramite cessione e sconto di fatture e sempre per il tramite di una piattaforma digitale. Si vedano: COMMISSIONE EUROPEA, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, cit., pp. 32-33; FSB, *Financial Stability Implications from FinTech - Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities Attention*, cit., p. 11 ss.

lative al successo dell'iniziativa finanziata<sup>18</sup>.

La seconda è quella del *reward-based crowdfunding* nella quale, a fronte della somma concessa da colui che intende finanziare un determinato progetto o una certa iniziativa, vengono offerti una ricompensa o un premio di tipo non monetario, generalmente proporzionati alla misura del versamento effettuato dal sostenitore<sup>19</sup>.

La terza e la quarta tipologia di crowdfunding sono quelle che coinvolgono più da vicino il settore finanziario. Si tratta dell'*investment-based crowdfunding* e del *lending-based crowdfunding*. Mentre nel primo certi tipi di società emettono quote rappresentative del capitale sociale o titoli di debito (*equity crowdfunding* e *debt crowdfunding*), nel *lending-based crowdfunding* imprese o individui ottengono risorse economiche attraverso operazioni di prestito.

Queste ultime due tipologie di *crowdfunding* sono quelle che qui specificamente interessano e sono accomunate dal fatto che coloro che erogano i fondi si aspettano un ritorno di tipo finanziario: le stesse sono ricomprese all'interno di una macrocategoria denominata *financial-return crowdfunding (FR crowdfunding)*<sup>20</sup>.

Data la rilevanza che queste ultime due forme di *crowdfunding* possono assumere nell'ambito del settore finanziario è ad esse che si è rivolta tutta l'attenzione del legislatore.

### 1.1 *Investment-based crowdfunding* e disciplina antiriciclaggio

Per quanto riguarda l'*investment-based crowdfunding*, esso assume tutte le caratteristiche tipiche di un investimento di natura finanziaria: impiego di capitali, aspettativa di rendimento e assunzione di un rischio connesso all'impiego.

A livello europeo, dunque, la questione più rilevante affrontata è stata il suo possibile inquadramento nell'ambito della disciplina sui servizi e le attività di investimento prevista dalla Direttiva 2014/64/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (c.d. MiFID II).

<sup>18</sup> Per una disamina del *donation-based crowdfunding* si veda LAUDONIO, *Le altre facce del crowdfunding*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 2017, I, p. 261 ss.

<sup>19</sup> Il *reward-based crowdfunding* può assumere due varianti: la c.d. *all or nothing*, nel caso in cui il denaro raccolto verrà utilizzato solo nel caso in cui l'ammontare del finanziamento richiesto sia raggiunto, e la modalità c.d. *keep it all*, in cui si prescinde dal raggiungimento dell'ammontare prefissato. Si veda BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme online nella prassi e nella recente legislazione*, in *Nuovo dir. società*, 2013, 2, p. 18. Più in generale, sul *reward-based crowdfunding* si veda LAUDONIO, *Le altre facce del crowdfunding*, cit., p. 261 ss.

<sup>20</sup> MACCHIAVELLO, *Financial-Return Crowdfunding and Regulatory Approaches in the Shadow Banking, FinTech and Collaborative Finance Era*, in *European Company and Financial Law Review*, 2017, 14, 4, p. 662.

Anche se non si può escludere del tutto, non è facile inquadrare le singole operazioni di *investment crowdfunding* all'interno del perimetro dei servizi di investimento<sup>21</sup>. Molto dipende dai modelli di business adottati e, in definitiva, è necessaria una valutazione caso per caso<sup>22</sup>. Ciò comporta un elevato tasso di incertezza sulla disciplina applicabile e, nel caso in cui la disciplina della MiFID II non lo fosse, è ragionevole pensare che non sarà nemmeno applicabile la disciplina antiriciclaggio<sup>23</sup>.

A questa incertezza corrispondono approcci regolamentari molto differenti negli ordinamenti dell'Unione europea: alcuni Stati membri ritengono applicabile la MiFID II, altri ne escludono l'applicabilità ritenendo che non sussistano i presupposti della definizione di strumento finanziario o di servizio di investimento. Vi sono poi Stati membri che ritengono applicabili altre discipline vigenti nei propri ordinamenti mentre altri ancora hanno emanato discipline ad hoc<sup>24</sup>.

L'Italia è stato il primo ordinamento nel contesto europeo a darsi di un'apposita regolamentazione del *crowdfunding*. Essa risale al 2012<sup>25</sup> ed è contenuta, a livello di fonte primaria, nel t.u.f. e, a livello secondario, nel Regolamento Consob n. 18592/2013 (di seguito Regolamento Crowdfunding)<sup>26</sup>.

**21** ACCETTELLA, *Raccolta di capitali di rischio tramite portali e forme di intermediazione finanziaria*, in *Start-up e PMI innovative: scelte statutarie e finanziamento*, a cura di Corso, Napoli, 2019, p. 179.

**22** Poiché la nozione di servizio o attività di investimento è strettamente correlata a quella di strumento finanziario, andrà prima verificato se è possibile affermare che l'operazione di *investment crowdfunding* ha ad oggetto uno strumento finanziario così come definito dalla MiFID II (in particolare si veda l'allegato 1, sez. C). Sul tema dell'inquadramento delle operazioni di *crowdfunding* nel perimetro della MiFID II si vedano: ESMA, *Opinion: Investment-based crowdfunding*, dicembre 2014, 14 ss.; FERRARINI, MACCHIAVELLO, *Investment-based crowdfunding*, in *Regulation of the EU financial markets - MiFID II and MiFIR*, a cura di Busch e Ferrarini, Oxford, 2017, p. 668 ss.

**23** Ovviamente non è una conseguenza automatica, poiché rileva anche il soggetto che gestisce la piattaforma di *crowdfunding*. Invero, potrebbe anche darsi il caso in cui la piattaforma di *crowdfunding* fosse gestita da un soggetto già di per sé tenuto ad adempiere agli obblighi previsti dalla disciplina antiriciclaggio.

**24** COMMISSIONE EUROPEA, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, cit., p. 18 ss.; ALVISI, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, n. 3, p. 11 ss. (estratto, disponibile all'indirizzo [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/alvisi\\_p\\_equity\\_crowdfunding\\_uno\\_sguardo\\_comparatistico\\_2014.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/alvisi_p_equity_crowdfunding_uno_sguardo_comparatistico_2014.pdf)); FERRARINI, *Regulating FinTech: Crowdfunding and Beyond*, in *European Economy*, 2017, 2, p. 121 ss., disponibile all'indirizzo <https://european-economy.eu/2017-2/regulating-fintech-crowdfunding-and-beyond/>; FERRARINI, MACCHIAVELLO, *Investment-based crowdfunding*, cit., p. 672 ss.

**25** La disciplina è stata introdotta con il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (c.d. decreto sviluppo-bis) convertito nella l. 17 dicembre 2012, n. 221.

**26** Per una rapida disamina della disciplina italiana si vedano: BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, cit., p. 9 ss.; CARATOZZOLO, *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese: l'equity crowdfunding*, in *FinTech. Introduzione ai pro-*

La disciplina è dedicata a favorire la nascita e la patrimonializzazione di certe imprese. Infatti, da un lato, la possibilità di raccogliere e capitali attraverso portali online è riservata alle PMI, alle imprese sociali, nonché agli organismi di investimento collettivo del risparmio che investano prevalentemente in piccole e medie imprese<sup>27</sup> e, dall'altro, la disciplina si occupa solo dell'*investment-based crowdfunding*, nelle forme dell'*equity* e del *debt crowdfunding*<sup>28</sup>.

Dal punto di vista che qui interessa, ovvero la disciplina di contrasto del riciclaggio del denaro e del finanziamento del terrorismo, preme sottolineare come, anche in mancanza di una normativa che affronti in maniera diretta il problema, è possibile ritenere che la soluzione sia in ogni caso raggiunta in maniera indiretta.

Innanzitutto, la normativa primaria si occupa di disciplinare l'attività di gestione dei portali online<sup>29</sup>, prevedendo quali soggetti pos-

---

*filii giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., p. 154 ss.; CIOCCA, *Il finanziamento delle PMI e la disciplina dell'equity-based crowdfunding*, in *Start-up e PMI innovative: scelte statutarie e finanziamento*, cit., p. 125 ss.; D'IPPOLITO, BUSINELLI, SCIARRONE ALIBRANDI, *Protecting Crowdfunders: Is a MiFID-Mimicking Approach Appropriate?*, in *European Company Law*, 2016, 13, 1, p. 27 ss.; FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, p. 2287 ss.; MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, I, p. 133 ss.; OTTOLIA, *L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 2014, I, p. 43 ss.; POLICARO, *Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2019, I, p. 67 ss.; VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 371 ss.

**27** Inizialmente, nel d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito nella l. 17 dicembre 2012, n. 221 la possibilità di ricorrere alla raccolta tramite portali online era limitata alle sole start up innovative. In seguito, con il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito nella l. 24 marzo 2015, n. 33, tale agevolazione è stata estesa dapprima alle PMI innovative, agli organismi di investimento collettivo del risparmio e alle società di capitali che investono prevalentemente in start up e PMI innovative. Infine, con la l. 11 dicembre 2016 (legge di bilancio del 2017) e il successivo decreto correttivo (d.l. 24 aprile 2017, n. 50, convertito nella l. 21 giugno 2017, n. 96), la possibilità di utilizzare i portali online per la raccolta di capitali di rischio è stata ulteriormente estesa a tutte le PMI, a prescindere dal fatto che siano costituite in forma di s.r.l. o s.p.a. e dal carattere innovativo dell'attività svolta, nonché agli organismi di investimento collettivo del risparmio e alle società di capitali che investono prevalentemente in PMI.

**28** L'ambito di applicazione della disciplina coincideva inizialmente con la sola attività di *equity crowdfunding*. Con la l. 30 dicembre 2018, n. 145 (legge di bilancio 2019), la possibilità per i gestori di portali di raccogliere capitali attraverso piattaforme online viene estesa anche agli strumenti di debito. Per quanto riguarda la *lending-based crowdfunding* si veda *infra*.

**29** Secondo quanto previsto dall'art. 1, co. 5-*novies*, t.u.f., «per "portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali" si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del Regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società

sano offrire questo tipo di servizio. Infatti, l'attività di *investment crowdfunding* è riservata a due tipologie di soggetti: da un lato, agli intermediari già soggetti a vigilanza, quali banche e imprese di investimento (c.d. gestori di diritto)<sup>30</sup>; dall'altro, l'attività è consentita a soggetti che esercitino professionalmente l'attività di gestione di portali di *crowdfunding* e che abbiano ottenuto un'apposita autorizzazione (c.d. gestori professionali)<sup>31</sup>. Nessun riferimento, né nel t.u.f., né nel d.lgs. n. 231/2007, ai gestori dei portali online quali soggetti obbligati all'osservanza della disciplina antiriciclaggio.

Ovviamente, il problema non si pone in relazione ai c.d. gestori di diritto, soggetti già tenuti al rispetto della normativa antiriciclaggio ai sensi dell'art. 3, co. 2, d.lgs. n. 231/2007, in qualità di intermediari bancari e finanziari e in relazione ai rapporti o alle operazioni che instaurino in ragione dello svolgimento della propria attività istituzionale o professionale, qualunque essa sia.

Quanto ai c.d. gestori professionali, invece, fermandosi a questi primi dati legislativi dovrebbe concludersi che non esiste un obbligo diretto per gli stessi di rispettare la disciplina antiriciclaggio.

Tuttavia, va rammentato che i c.d. gestori professionali non possono eseguire direttamente gli ordini immessi nella piattaforma di *crowdfunding*. Infatti, secondo quanto previsto dalla stessa disciplina del t.u.f., gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari devono essere trasmessi, al fine di essere eseguiti, esclusivamente a banche, imprese di investimento e altri soggetti vigilati<sup>32</sup>.

---

che investono prevalentemente in piccole e medie imprese nonché della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese».

**30** Secondo quanto previsto dall'art. 50-*quinquies*, co. 1, t.u.f., «l'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali è riservata alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, ai gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-bis), limitatamente all'offerta di quote o azioni di Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e alle banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento [...]».

**31** L'art. 50-*quinquies*, co. 1, t.u.f., prevede l'istituzione di un apposito registro tenuto dalla Consob in cui i gestori dei portali c.d. professionali devono iscriversi. Il Regolamento crowdfunding specifica la disciplina del registro, il procedimento e i requisiti per l'iscrizione.

**32** La scelta, del resto, è una scelta obbligata. Trattandosi, infatti, di una normativa emanata beneficiando dell'esenzione facoltativa prevista dall'art. 3 della MiFID II, è espressamente previsto dallo stesso che gli Stati membri possono non applicare la Direttiva per attività autorizzate e disciplinate a livello nazionale a condizione che (i) non siano autorizzate a detenere fondi appartenenti ai clienti; (ii) non siano autorizzate a prestare servizi di investimento (tranne la ricezione e la trasmissione di ordini in valori mobiliari e quote di organismi d'investimento collettivo e/o attività di consulenza in materia di investimenti relativa a tali strumenti finanziari); (iii) nell'ambito della prestazione di tali servizi sono autorizzate a trasmettere ordini soltanto a intermediari finanziari e bancari soggetti a vigilanza. Tuttavia, la scelta di emanare una norma-

Di conseguenza, anche se nulla è direttamente previsto in materia di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento al terrorismo, gli scopi della disciplina antiriciclaggio sono raggiunti in maniera indiretta, poiché, non potendo i c.d. gestori professionali gestire direttamente gli ordini ricevuti sul portale e dovendoli trasmettere a soggetti vigilati, l'adempimento degli obblighi previsti dalla normativa sarà demandato a questi ultimi, ossia a soggetti già tenuti al rispetto di essi<sup>33</sup>.

## 1.2 *Lending-based crowdfunding* e disciplina antiriciclaggio

Il *lending-based crowdfunding* (noto anche come *peer-to-peer lending*) nasce e si diffonde per permettere a singoli individui di reperire fondi per le più svariate esigenze<sup>34</sup>. A differenza dell'*investment-based crowdfunding*, dove l'operazione risponde all'esigenza di ricercare un finanziamento a titolo di capitale o di debito a fronte dell'emissione di azioni o obbligazioni (o titoli di debito), le piattaforme di *lending crowdfunding* permettono a soggetti che vengono denominati "prenditori" di ottenere una certa somma di denaro in prestito, a titolo di mutuo, e ai c.d. "prestatori" di offrire somme di denaro con l'aspettativa di un ritorno di tipo finanziario. Un elemento estremamente importante è che i finanziamenti non sono qui finalizzati, differenziandosi il *lending-based crowdfunding* da altre forme di *crowdfunding* nelle quali coloro che, a vario titolo, investono del denaro sono mossi dall'interesse specifico di finanziare un determinato progetto o una determinata impresa<sup>35</sup>.

È evidente, dunque, che il *lending-based crowdfunding* assume connotazioni diverse<sup>36</sup> e che, anche se una possibile intersezione con

---

tiva nell'ambito dell'esenzione facoltativa prevista dalla MiFID II è indicativa del fatto che, altrimenti, il nostro legislatore avrebbe considerato l'*investment-based crowdfunding* come un'attività rientrante nell'ambito di applicazione della Direttiva sui servizi e le attività di investimento.

**33** Cfr. art. 50-*quinquies*, co. 1, del t.u.f. e art. 3, co. 2, del d.lgs. n. 231/2007.

**34** Più diffusamente sul tema *lending-based crowdfunding* si rimanda a: AA.Vv., *Peer to peer lending: mito o realtà*, a cura di Filotto, Roma, 2016, *passim*; CAPOBIANCO, *Il "Peer-to-peer lending"*, in *FinTech*, a cura di Fimmano e Falcone, Napoli, 2019, p. 225 ss.; MASTROPAOLO, *Il social lending: aspetti di diritto sostanziale e di regolamentazione dell'attività*, in *Fintech*, cit., p. 241 ss.

**35** BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., pp. 164-165.

**36** Accanto al modello più tradizionale, che vede la piattaforma funzionare come un *marketplace* puro, la quale agisce, dunque, come un mediatore mettendo in relazione le parti e facilitando la conclusione del contratto, si individuano almeno altri tre modelli che si basano sul diverso ruolo assunto dalla piattaforma: il *notary model*, il *guar-*

il settore dei servizi e delle attività di investimento è possibile<sup>37</sup>, l'attività che viene in considerazione al fine dell'inquadramento giuridico del fenomeno sembra essere quella dell'erogazione del credito e della raccolta del risparmio. Il quesito da porsi è, quindi, se le piattaforme di *lending-based crowdfunding* esercitino attività bancaria o intersechino il perimetro di un'attività comunque afferente a questo settore, come, ad esempio, l'esercizio del credito disgiunto dalla raccolta del risparmio.

Anche in questo caso la risposta non è univoca, e non lo è perché dipende concrete modalità attraverso cui operano le piattaforme di *lending crowdfunding*.

Come noto, la qualificazione di un'attività come bancaria risiede nell'esercizio congiunto delle attività di raccolta del risparmio ed erogazione del credito<sup>38</sup>. Tuttavia, la normativa europea, mentre vieta l'attività di raccolta di depositi o altri fondi rimborsabili tra il pubblico a persone o imprese che non sono enti creditizi<sup>39</sup>, non rende oggetto di riserva l'attività di erogazione del credito svolta disgiuntamente dalla precedente.

Tuttavia, l'attività delle piattaforme di *lending-based crowdfunding* non sembra attagliarsi a nessuna delle due attività poiché, in realtà, le piattaforme non svolgono (almeno nella maggior parte dei casi) alcuna forma di intermediazione creditizia. Infatti, dal lato della raccolta essa non assume nessuna garanzia in ordine alla rimborsabilità dei fondi e, dal lato dei crediti, essi non vengono erogati dalla piattaforma per conto proprio, bensì sono i c.d. *crowd-lenders* a fornire il finanziamento<sup>40</sup>.

---

*anteed return model* ed il *balance sheet model*. Si vedano: FSB, *FinTech Credit - Market Structure, Business Models and Financial Stability Implications*, cit. 10 ss.; KIRBY, WÖRNER, *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*, in *Orcv-Iosco, Staff Working Paper*, 2014, 3, p. 16 ss.

**37** Sul punto si veda MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, p. 63 ss.

**38** L'art. 4, par. 1, n. 1), del Regolamento UE 575/2013 (c.d. CRR), definisce come ente creditizio «un'impresa la cui attività consiste nel raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto». Nel nostro ordinamento la riserva per l'esercizio dell'attività bancaria è prevista dall'art. 10, co. 2, t.u.b.

**39** Art. 9, par. 1, Direttiva 2013/36/UE (c.d. CRD): «Gli Stati membri vietano alle persone o imprese che non sono enti creditizi di effettuare l'attività di raccolta di depositi o altri fondi rimborsabili tra il pubblico».

**40** Sul punto, anche l'EBA ha escluso che l'attività delle piattaforme di *lending crowdfunding* rientri nella definizione di ente creditizio: EBA, *Opinion of the European Banking Authority on Lending-based Crowdfunding*, febbraio 2015, p. 25. Si veda, inoltre, BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, cit., 172. La Banca d'Italia, ad esempio, ha ravvisato una violazione della riserva in materia di raccolta del risparmio, ex art. 11, co. 2, t.u.b., e non della più ampia riserva per l'esercizio dell'attività bancaria prevista dall'art. 10, co. 2, t.u.b., nel caso della piattaforma Zopa Italia s.p.a. (la quale, del resto, era già stata autorizzata ad operare in qua-



Poiché il tema dell'inquadramento giuridico di questa attività è complesso e non è univocamente risolto, gli Stati hanno compiuto scelte regolatorie differenti, a seconda del proprio contesto legislativo e dei modelli di business più ricorrenti nelle piattaforme di *lending crowdfunding* in ambito nazionale. Anche in questo specifico settore, dunque, gli ordinamenti nazionali hanno assunto atteggiamenti diversi: vi è chi ha deciso di assoggettare l'attività di *lending crowdfunding* a discipline esistenti, chi l'ha regolata con normative apposite e chi, invece, non ha compiuto alcuna scelta di regolamentazione del fenomeno<sup>41</sup>.

In Italia, il *lending-based crowdfunding* non è sottoposto ad apposita disciplina, tuttavia, la Banca d'Italia, in occasione dell'aggiornamento delle disposizioni generali in materia di raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche, ha colto l'occasione per riconoscere lo strumento dell'attività di *social lending* e per fornire alcune prime indicazioni in materia<sup>42</sup>.

Secondo quanto si rinviene in queste prime indicazioni, l'attività è consentita nel rispetto delle norme che regolano le attività riservate a particolari categorie di soggetti e, dunque, alle piattaforme di *lending crowdfunding* è vietata la raccolta del risparmio tra il pubblico.

Tuttavia, sempre stando alle Disposizioni della Banca d'Italia, non costituirebbe raccolta del risparmio né «la ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione dei servizi di pagamento dai gestori medesimi, se autorizzati a operare come istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari di cui all'art. 106 del TUB autorizzati a prestare servizi di pagamento ai sensi dell'art. 114-*novies*, comma 4, del TUB», né «la ricezione di fondi connessa all'emissione di moneta elettronica effettuata dai gestori a tal fine autorizzati».

In questi ultimi casi si tratta di attività il cui esercizio è espressamente consentito dal t.u.b. ad appositi soggetti e, secondo quanto espresso nelle disposizioni della Banca d'Italia, è possibile per i gestori di portali di *lending crowdfunding* ottenere un'apposita autorizzazione ad operare come di istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari ex art. 106 t.u.b.

---

lità di intermediario finanziario ex art. 106 t.u.b.): PRESTIPINO, *Raccolta del risparmio tra il pubblico mascherata da servizio di pagamento*, in *Giur. comm.*, 2011, II, p. 428 ss.

<sup>41</sup> Per una panoramica sulle scelte adottate dagli Stati dell'Unione europea, si veda: COMMISSIONE EUROPEA, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, cit., p. 25 ss. Più specificamente, sulle discipline ad hoc approvate da alcuni Stati membri, si veda: EBA, *Opinion of the European Banking Authority on Lending-based Crowdfunding*, cit., p. 36 ss.

<sup>42</sup> Si tratta del "Provvedimento recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche" entrato in vigore il 1° gennaio 2017, disponibile all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/raccolta-risparmio-soggetti-diversi/index.html>.



Di conseguenza, adeguandosi a quanto previsto dalle disposizioni della Banca d'Italia, i portali di *lending crowdfunding* operanti nel nostro Paese hanno richiesto l'autorizzazione ad operare in qualità di uno dei soggetti appena indicati, oppure hanno preferito avvalersi di soggetti terzi per i pagamenti, operando come soggetti non autorizzati.

In ogni caso, va rilevato come, nonostante manchi una disciplina del *lending-based crowdfunding*, l'indirizzo assunto dalla Banca d'Italia permetta, ancora una volta, l'indiretta ricomprensione nell'alveo dei soggetti tenuti all'osservanza della normativa antiriciclaggio. Di nuovo, infatti, se i portali di *social lending* optano per l'ottenimento di un'autorizzazione ad operare quali istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari ex art. 106 t.u.b., essi sono tenuti al rispetto degli obblighi previsti dal d.lgs. n. 231/2007 in quanto soggetti *ex lege* obbligati.

## 6 Le valute virtuali e i nuovi soggetti obbligati alla disciplina antiriciclaggio

Le valute virtuali<sup>43</sup> sono create da un emittente privato o in via diffusa (da qui la distinzione tra le cc.dd. valute centralizzate e decentralizzate), mancando un'autorità centrale che si occupa della loro emissione. In secondo luogo, ad esse non corrisponde un oggetto fisico (come dei gettoni o la carta moneta), bensì, essendo appunto virtuali sono depositate e movimentate grazie a dei portafogli elettronici (c.d. *wallet*). Le transazioni avvengono attraverso particolari tecnologie e sofisticati protocolli informatici, il più noto dei quali è la

<sup>43</sup> Si prescinde in questo scritto dalla discussa questione relativa all'inquadramento giuridico delle valute virtuali, tema sul quale si rimanda, *ex multis*, ai seguenti contributi: BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Dir. inform.*, 2017, n. 2, p. 27 ss.; DE STASIO, *Verso un concetto europeo di moneta legale: valute virtuali, monete complementari e regole di adempimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, p. 747 ss.; GRECO, *Monete complementari e valute virtuali*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., p. 197 ss.; RINALDI, *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptomonete*, in *Contr. e impr.*, 2019, p. 257 ss.; VARDI, *"Criptovalute" e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei Bitcoin*, in *Dir. inform.*, 2015, p. 443; YERMACK, *Is Bitcoin a Real Money? An Economic Appraisal*, in *Handbook of Digital Currency*, a cura di Lee Kuo Chuen, Elsevier, Amsterdam, 2015, p. 31 ss. Nel 2015, la Banca Centrale Europea ha fornito una definizione funzionale di valuta virtuale: «*virtual currency can therefore be defined as a digital representation of value, not issued by a central bank, credit institution or e-money institution, which, in some circumstances, can be used as an alternative to money*»: BCE, *Virtual Currency Schemes - A Further Analysis*, febbraio 2015, p. 25.

*blockchain*<sup>44</sup>. Nella *blockchain* ogni transazione è validata grazie ad un sistema di doppie chiavi crittografiche. Quando la transazione viene validata dai partecipanti, essa diventa tecnicamente irreversibile.

Le caratteristiche delle valute virtuali si comprendono meglio analizzando la nascita del fenomeno e, in particolare, i motivi sottesi all'invenzione del bitcoin, precursore di tutte le valute virtuali coniate negli anni successivi<sup>45</sup>.

In quello che può essere considerato il manifesto del bitcoin, l'ideatore di questa moneta virtuale, descrive l'attuale sistema finanziario come un sistema basato sostanzialmente sulla fiducia e sul ruolo giocato dall'intermediazione finanziaria, un sistema che viene visto come costoso ed irreparabilmente imperfetto. La soluzione è quella di sostituire questo sistema con un altro, il quale elimina la necessità di fare affidamento su un'autorità centrale e sull'intermediazione finanziaria: «è dunque necessario un sistema di pagamento elettronico basato su prova crittografica invece che sulla fiducia, che consenta a due controparti qualsiasi negoziare direttamente tra loro senza la necessità di una terza parte di fiducia»<sup>46</sup>.

**44** Sul tema *blockchain*, si vedano: BELLEZZA, *Blockchain*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., p. 217 ss.; WRIGHT, DE FILIPPI, *Blockchain and the Law: the Rule of Code*, Cambridge (MA), 2019, passim. Più in generale, sulla *Distributed Ledger Technology*, si veda: ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, in *Rivista ODC*, 2018, n. 3, p. 40 ss.; Id., *Distributed Ledger Technology e mercato finanziario: le prime posizioni dell'ESMA*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., p. 229 ss.; KAKAVAND, KOST DE SEVRES, CHILTON, *The Blockchain Revolution: An Analysis of Regulation and Technology Related to Distributed Ledger Technologies*, gennaio 2017, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2849251> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2849251>.

**45** Tra i molteplici contributi sul bitcoin, ci si limita qui a citarne, senza pretesa di completezza, alcuni: BOLLEN, *The Legal Status of Online Currencies: Are Bitcoins the Future?*, in *Journal of Banking and Finance Law and Practice*, 2013, 24, p. 372 ss.; BRYANS, *Bitcoin and Money Laundering: Mining for an Effective Solution*, in *Indiana Law Journal*, 2014, 89, p. 441 ss.; GASPARRI, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del Bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Dir. inform.*, 2015, 3, p. 415 ss.; GRINBERG, *Bitcoin: An Innovative Alternative Digital Currency*, in *Hastings Science & Technology Law Journal*, 2012, 4, p. 159 ss.; HACKER, THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, 15, p. 645 ss.; KAPLANOV, *Nerdy Money: Bitcoin, the Private Digital Currency and the Case Against Its Regulation*, in *Loyola Consumer Law Review*, 2012, 25, 1, p. 111 ss.; LEMME, PELUSO, *Cripto-moneta e distacco dalla moneta legale: il caso bitcoin*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, I, p. 381 ss.; M. MANCINI, *Valute virtuali e Bitcoin*, in *Analisi giur. econ.*, 2015, p. 117 ss.; N. MANCINI, *"Bitcoin": rischi e difficoltà*, in *Banca, impresa, soc.*, 2016, p. 111 ss.; PELLEGRINI, DI PERNA, *Cryptocurrency (and Bitcoin), a New Challenge for the Regulator*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2018, 4, 1, p. 6 ss.; WEBER, *Bitcoin and the Legitimacy Crisis of Money*, in *Cambridge Journal of Economics*, 2016, 40, 1, p. 17 ss.

**46** NAKAMOTO, *Bitcoin: un sistema di moneta elettronica peer-to-peer*, 2008, p. 1, disponibile all'indirizzo [https://bitcoin.org/files/bitcoin-paper/bitcoin\\_it.pdf](https://bitcoin.org/files/bitcoin-paper/bitcoin_it.pdf).

Dunque, le ragioni della nascita delle valute virtuali possono essere ricondotte, almeno agli esordi, alla volontà di realizzare un sistema *peer-to-peer*, dove le transazioni vengono validate dagli utenti stessi e divengono irreversibili, senza la necessità di alcun soggetto che funga da tramite tra le controparti di un'operazione e dove viene eliminata la necessità della presenza di una parte che ne garantisca la correttezza e che, in ultima istanza, garantisca il funzionamento del sistema<sup>47</sup>.

Se così è nato e si è diffuso il bitcoin, al giorno d'oggi si contano centinaia di valute virtuali che non sono tutte uguali. Nel 2012, la Banca Centrale Europea ha classificato tre distinti schemi di valute virtuali: nel primo schema la valuta è utilizzabile solo all'interno di un circuito virtuale, nel secondo schema essa può essere utilizzata per acquistare beni o servizi virtuali o reali, ma non è convertibile in moneta legale; infine, nel terzo schema, la valuta virtuale ricalca il secondo schema ma, in più, può essere convertita in moneta legale e viceversa, grazie ai servizi offerti da appositi cambiavalute<sup>48</sup>.

In questi schemi si può notare una certa gradazione di intensità rispetto all'interazione della valuta virtuale col mondo reale: si va da un primo tipo di valuta virtuale che non ha alcuna possibilità di fuoriuscire dal perimetro del mondo virtuale, all'ultima tipologia, la quale presenta un livello di probabilità piuttosto elevato di interagire con il mondo reale.

<sup>47</sup> Non è un caso che il bitcoin venga lanciato proprio nel 2008, anno nel quale la crisi finanziaria fa sentire i suoi effetti su scala mondiale e il sistema bancario soffre una enorme crisi di fiducia. Più in generale, l'intero ecosistema *Fintech* comincia ad emergere proprio dopo quegli anni: alcuni autori segnalano che una delle cause che concorrono alla nascita di questi fenomeni è costituito proprio dalle conseguenze della crisi finanziaria del 2008. Certo è che, data la massiccia dose in termini di innovazione tecnologica che supporta l'ecosistema *Fintech*, non si può dire che la crisi finanziaria sia stata l'unico fattore determinante nella crescita del fenomeno. Da sempre, del resto, l'innovazione finanziaria è un processo che richiede tempi lunghi e notevoli "spinte" che possono rinvenirsi in diversi fattori scatenanti.

<sup>48</sup> BCE, *Virtual Currency Schemes*, ottobre 2012, p. 13 ss: (i) *Closed virtual currency schemes. These schemes have almost no link to the real economy and are sometimes called "in-game only" schemes. Users usually pay a subscription fee and then earn virtual money based on their online performance. The virtual currency can only be spent by purchasing virtual goods and services offered within the virtual community and, at least in theory, it cannot be traded outside the virtual community;* (ii) *Virtual currency schemes with unidirectional flow. The virtual currency can be purchased directly using real currency at a specific exchange rate, but it cannot be exchanged back to the original currency. The conversion conditions are established by the scheme owner. Type 2 schemes allow the currency to be used to purchase virtual goods and services, but some may also allow their currencies to be used to purchase real goods and services;* (iii) *Virtual currency schemes with bidirectional flow. Users can buy and sell virtual money according to the exchange rates with their currency. The virtual currency is similar to any other convertible currency with regard to its interoperability with the real world. These schemes allow for the purchase of both virtual and real goods and services.*

Anche la proclamata disintermediazione, soprattutto in quest'ultimo schema di valute virtuali, tende a sfuocare e cominciano a proliferare un numero di soggetti sempre maggiore che offrono svariati servizi aventi ad oggetto, per l'appunto, le valute virtuali: piattaforme dedicate alla *trading, exchangers, wallet providers*<sup>49</sup>.

Proprio alla luce del fatto che la valuta virtuale può entrare in contatto con il mondo reale nascono le maggiori preoccupazioni per i fenomeni di riciclaggio del denaro e finanziamento del terrorismo. Infatti, grazie alla possibilità di convertire la valuta virtuale in moneta legale aumenta la possibilità di un suo impatto sulla stabilità del sistema finanziario e, soprattutto, aumentano le opportunità di eludere la disciplina che ne previene l'utilizzo a scopi illeciti.

Nello specifico, data la natura decentralizzata della maggior parte delle valute virtuali, non esiste una singola entità che possa essere sottoposta alla disciplina antiriciclaggio. Ulteriormente, le transazioni non richiedono che un accesso ad internet e non è necessaria un'identificazione personale. Le transazioni sono irreversibili e l'attività è tipicamente *cross-border*. Il tutto rende difficile il controllo da parte delle Autorità nazionali di vigilanza del settore<sup>50</sup>.

Emerge, con tutta evidenza, la necessità di trovare soluzioni che possano contenere i suddetti rischi onde evitare che le valute virtuali si trasformino in un veicolo per operazioni di riciclaggio di denaro proveniente da attività illecite o di finanziamento al terrorismo<sup>51</sup>.

Più in generale, sul tema della regolazione delle cripto attività, emergono approcci diversi. Mentre in alcuni ordinamenti si è deciso che tali attività andavano del tutto vietate, in altri si è ritenuto di poter far rientrare il fenomeno all'interno di categorie giuridiche già conosciute così da applicare la disciplina per esse prevista; in altri casi l'approccio è stato più deciso e ha comportato l'emanazione di un'apposita disciplina del fenomeno in sé<sup>52</sup>.

In questa fase, emerge la difficoltà di inquadrare i soggetti operanti nel settore delle valute virtuali come tradizionali intermedia-

<sup>49</sup> Per un elenco dei vari servizi nati intorno alle valute virtuali, si vedano: CAPONERA, GOLA, *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività»*, in *Questioni di economia e Finanza, Banca d'Italia (Occasional Papers)*, marzo 2019, p. 36; DI VIZIO, *Le cinte daziarie del diritto penale alla prova delle valute virtuali degli internauti*, in *FinTech*, cit., p. 306 ss.

<sup>50</sup> EBA, *Opinion on "virtual currencies"*, luglio 2014, p. 32 ss.; BCE, *Virtual Currency Schemes - A Further Analysis*, cit., p. 28.

<sup>51</sup> Più in generale, sul tema delle posizioni espresse dai *regulators* internazionali e domestici si veda: LA ROCCA, *La prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo nelle nuove forme di pagamento. Focus sulle valute virtuali*, in *Analisi giur. econ.*, 2015, p. 201 ss.; SCALCIONE, *Gli interventi delle autorità di vigilanza in materia di schemi di valute virtuali*, in *Analisi giur. econ.*, 2015, p. 139 ss.

<sup>52</sup> BCE, *Virtual Currency Schemes - A Further Analysis*, cit., p. 29 ss.; RINALDI, *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptomonete*, cit., p. 271 ss.

ri, l'impossibilità di definire le valute virtuali quali monete e i rischi legati alla totale mancanza di regolazione, salvo soluzioni limitate. L'ecosistema che circonda le valute virtuali, insomma, è un sistema sfuggente rispetto a tutte le categorie conosciute<sup>53</sup>.

In Italia non esiste una normativa che disciplini il fenomeno in sé, tuttavia, il legislatore ha scelto di inserire quali soggetti obbligati alla disciplina prevista dal d.lgs. n. 231/2007 in materia di contrasto all'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio e finanziamento del terrorismo i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valute virtuali<sup>54</sup>. Tali prestatori sono individuati in «ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale»<sup>55</sup>. Tuttavia, secondo quanto disposto dall'art. 3 dello stesso decreto, l'attività coperta dalla normativa antiriciclaggio è la sola attività di conversione da valuta virtuale in moneta legale e viceversa e, dunque, l'attività riconducibile ai c.d. *exchangers*.

Lo scorso anno, anche le Istituzioni europee hanno deciso di intervenire per adattare il quadro regolamentare già esistente in materia di contrasto del riciclaggio e del finanziamento al terrorismo, emendando la Direttiva 2015/849/UE relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo<sup>56</sup>.

Tra le altre cose, allo scopo di tenere in considerazione le tendenze sviluppatesi grazie all'utilizzo delle nuove tecnologie e all'emergere di nuove modalità attraverso le quali le organizzazioni terro-

**53** Parla di elevata "impalpabilità" e di mutevolezza intrinseca del mezzo virtuale: ACCINNI, *Regole antiriciclaggio e risvolti penalistici dell'operatività in valute virtuali*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1518.

**54** La novità è stata introdotta con il d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, in attuazione della l. 12 agosto 2016, n. 170. Si veda l'art. 3, co. 5, lett. i), d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231. Nello stesso decreto viene inserita anche una definizione di valuta virtuale: «la rappresentazione digitale di valore, non emessa da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente» (art. 1, co. 1, lett. qq), d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231). Sul tema delle novità introdotte dalla normativa antiriciclaggio in relazione alle valute virtuali, si vedano: ACCINNI, *Regole antiriciclaggio e risvolti penalistici dell'operatività in valute virtuali*, cit., 1516 ss.; BIXIO, *I nuovi obblighi antiriciclaggio relativi alle valute virtuali*, in *Corr. trib.*, 2017, 32-33, p. 2593 ss.; DE RITIS, *Bitcoin: una moneta senza frontiere e senza padrone? Il recente intervento del legislatore italiano*, in *giustiziaviva.com*, 2018, n. 3, p. 9; PASSARETTA, *Il primo intervento del legislatore italiano in materia di "valute virtuali"*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, p. 1171 ss.; URBANI, *La disciplina antiriciclaggio alla prova del processo di digitalizzazione dei pagamenti*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, I, p. 691 ss.

**55** Art. 1, co. 1, lett. ff), d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231.

**56** Ci si riferisce alla Direttiva 2018/843/UE (c.d. V Direttiva antiriciclaggio). Si veda DE VIDO, *All that Glitters is not Gold: The Regulation of Virtual Currencies in the New EU Anti-Money Laundering Directive*, in *DPCE online*, 38, p. 59 ss.

ristiche tendono a finanziarsi, si è dato necessario monitorare l'uso delle valute virtuali, considerato l'elevato tasso di anonimato che esse garantiscono e il fatto che i prestatori di servizi legati al mondo delle valute virtuali non sono soggetti all'obbligo di individuazione delle operazioni sospette<sup>57</sup>.

Dal punto di vista della tecnica normativa, la nuova disciplina risulta conforme a quello che è già stato sperimentato negli anni scorsi: al novero dei soggetti obbligati ad adempiere agli obblighi anti-riciclaggio ne vengono aggiunti due, ossia i prestatori di servizi di cambio tra valute virtuali e valute aventi corso forzoso (i c.d. *exchangers*) e i prestatori di servizi di portafoglio digitale, ovvero quei soggetti che forniscono «servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali»<sup>58</sup>.

La Direttiva 2018/843/UE contiene anche una definizione di valute virtuali, le quali sono definite come «una rappresentazione di valore digitale che non è emessa o garantita da una banca centrale o da un ente pubblico, non è necessariamente legata ad 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, monetizzata e scambiata elettronicamente».

Si può rilevare come le caratteristiche delle valute virtuali siano individuate in negativo e come la definizione risulti volutamente ampia, individuando una serie di utilizzi delle stesse in modo da cogliere la maggior parte degli usi ad oggi conosciuti<sup>59</sup>.

In ogni caso, la Direttiva cerca di colpire quei soggetti che costituiscono l'«anello di congiunzione» tra il mondo virtuale e il mondo reale, così da evitare l'introduzione nel sistema finanziario di proventi da attività illecite o l'utilizzo della valuta virtuale per finanziare il terrorismo attraverso la sua conversione in moneta legale.

## 7 Alcune riflessioni conclusive

La novità delle attività *Fintech* pone, senza alcun dubbio, molte difficoltà in tema di scelte regolatorie. Certamente gli interventi sin qui messi in atto dal Regolatore sono quanto mai opportuni e vanno senz'altro salutati con favore. Restano, però, alcuni dubbi e alcune zone d'ombra.

<sup>57</sup> Cfr. 1° e 9° *considerando*, Direttiva 2018/843/UE.

<sup>58</sup> Il c.d. *wallet* è una sorta di conto elettronico in cui è detenuta la valuta virtuale e che ne permette la movimentazione. Più diffusamente, anche sulle varie tipologie di *wallet* esistenti, Di Vizio, *Le cinte daziarie del diritto penale alla prova delle valute virtuali degli internauti*, cit., p. 310 ss.

<sup>59</sup> Cfr. 10° *considerando*, Direttiva 2018/843/UE. Sul punto: ACCINNI, *Regole antiriciclaggio e risvolti penalistici dell'operatività in valute virtuali*, cit., p. 1516 ss.

Sebbene, come si è rilevato nella breve disamina delle tipologie di *investment-based crowdfunding* e *lending-based crowdfunding*, la configurazione dei modelli operativi permetta l'individuazione di alcuni soggetti ai quali viene sostanzialmente demandato l'adempimento delle verifiche e delle segnalazioni richiesto dalla normativa anti-riciclaggio, desta alcune perplessità la scelta di non assoggettare le piattaforme di *crowdfunding* in sé alla disciplina.

Preoccupa la possibilità che emergano forme operative nuove o che residuino modelli di business che non rientrano nel perimetro dell'attuale disciplina<sup>60</sup>. La scelta di non sottoporre a regolamentazione la forma del *donation-based crowdfunding*, inoltre, non sembra ben ponderata. Tale forma di *crowdfunding* ben si presta ad utilizzi illeciti ed ha una notevole diffusione soprattutto attraverso il canale dei *social media*.

L'esistenza di discipline statali diverse e non armonizzate può comportare ulteriori problemi, poiché non è certo che ognuna assicuri la possibilità di applicare la normativa di contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo. Ciò potrebbe anche comportare una corsa verso ordinamenti che prevedono norme meno rigide.

Va anche rilevato che, nel 2018, la Commissione europea ha adottato una "Proposta di regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese"<sup>61</sup>. La proposta è indirizzata all'adozione di una disciplina che accomuna l'*investment-based crowdfunding* e il *lending-based crowdfunding*, ma la sua applicabilità è limitata in più direzioni.

In primo luogo, nell'ambito delle attività di *lending crowdfunding*, tra i prodotti coperti dalla Proposta non sono compresi i prestiti a soggetti qualificabili come consumatori essendo, di contro, assoggettati alla disciplina solo i prestiti alle imprese; in secondo luogo, quanto all'*investment-based crowdfunding*, la Proposta riguarda solamente i valori mobiliari<sup>62</sup>.

<sup>60</sup> Ad esempio, nel caso in cui la piattaforma operi come *marketplace* puro, fungendo da mero mediatore e lasciando agli utenti la conclusione della transazione.

<sup>61</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, 8 marzo 2018, COM(2018)113, consultabile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52018PC0113>. Per un primo commento si rinvia a MACCHIAVELLO, *La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di crowdfunding*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 2018, disponibile all'indirizzo: <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/la-proposta-della-commissione-europea-di-un-regolamento-materia-di-crowdfunding>.

<sup>62</sup> La proposta di Regolamento rinvia alla nozione di valori mobiliari contenuta nell'art. 4, par. 1, n. 44, della MiFID II. Tuttavia, al fine di tenere conto le diverse prassi e normative nazionali emerse in merito all'identificazione degli strumenti finanziari che possono essere oggetto di un'operazione di *investment-based crowdfunding*, la bozza di compromesso del Consiglio crea la categoria degli "*admitted instruments*", affiancandola a quella dei valori mobiliari. Nella proposta viene esplicitato il fatto che



Ulteriormente, stando al testo della Proposta, il regime di applicazione è un regime speciale e solo opzionale. In altre parole, gli operatori potrebbero decidere di presentare una domanda di autorizzazione per svolgere l'attività di *crowdfunding* in base alla disciplina contenuta nella Proposta di regolamento oppure optare per il regime nazionale eventualmente applicabile. La disciplina, dunque, si applicherebbe solo ai fornitori di servizi di *crowdfunding* interessati ad operare su base transfrontaliera e sulla base di questo regime speciale. È però possibile che il gestore del servizio decida di operare - o continuare ad operare - secondo la normativa di volta in volta applicabile nello stato dove intenda stabilire la propria attività e a seconda del regime adottato dallo stato stesso.

La Proposta di regolamento contiene, poi, alcune indicazioni riguardanti la normativa antiriciclaggio. Sebbene non sia prevista la soggezione dei fornitori di servizi di *crowdfunding* ad essa, la Proposta non manca di sottolineare che andrebbe valutata la necessità di sottoporre i soggetti autorizzati ai sensi della disciplina in considerazione all'adempimento degli obblighi previsti in materia di contrasto del riciclaggio e al finanziamento del terrorismo. Tra le disposizioni finali della Proposta, in particolare, è previsto un termine entro il quale la Commissione, previa consultazione dell'ESMA, dovrà presentare una relazione con la quale dovrà essere valutata la necessità e la proporzionalità di assoggettare i fornitori di servizi di *crowdfunding* alle disposizioni nazionali di attuazione della Direttiva 2015/849/UE<sup>63</sup>.

Quanto alle valute virtuali, dubbi emergono anche alla luce dei profili di anonimato che le stesse presentano.

Certo, l'assoggettamento alla disciplina antiriciclaggio dei gestori di portafogli elettronici e delle piattaforme di scambio realizza grandi passi in avanti. Da un lato, i gestori dei portafogli elettronici, attraverso l'adempimento degli obblighi di identificazione, consentirebbero l'associazione degli utenti all'indirizzo del portafoglio elettronico. Le piattaforme di scambio, dove gli utenti scambiano tra loro valute virtuali e sono offerti servizi di conversione, monitoraggio e intermediazione consentirebbero di monitorare le transazioni che hanno ad oggetto valute virtuali e coloro che le svolgono<sup>64</sup>.

Tuttavia, anche alla luce di un'attenta lettura dei considerando della direttiva, emerge la perfetta consapevolezza rispetto alle difficoltà

---

l'investimento in strumenti finanziari diversi dai valori mobiliari non viene preso in considerazione poiché comporta rischi che non possono essere adeguatamente gestiti da tale disciplina.

**63** Si vedano il 24° considerando e l'art. 38 della *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*.

**64** PASSARETTA, *Il primo intervento del legislatore italiano in materia di "valute virtuali"*, cit., p. 1188.



tà di predisporre un sistema di controlli efficace<sup>65</sup>.

Di fatto, le operazioni in valute virtuali sono senz'altro tracciabili, ma tracciabili solo in senso informatico. Dalla tracciabilità delle operazioni va, infatti, tenuta distinta l'identificabilità dei soggetti che tali operazioni compiono. Avvenendo tali operazioni completamente in rete, l'identificazione è meramente informatica, basandosi sulla sola possibilità di associare l'indirizzo del portafoglio elettronico all'indirizzo IP dal quale ne viene richiesta l'apertura. Altrettanto può dirsi in relazione alle piattaforme di scambio, dove tutte le operazioni sono sì tracciabili, ma la verifica dell'identità di coloro che vi operano, in realtà, si basa su un'identificazione solo informatica<sup>66</sup>. Tuttavia, l'indirizzo IP non è univocamente collegabile ad una determinata persona<sup>67</sup>. In altre parole, resta alto il tasso di anonimato che è intrinseco alla tecnologia adottata.

Inoltre, tali sistemi permettono di identificare i proprietari dei *wallet* e le transazioni in valute virtuali se, e solo se, gli utenti si rivolgono ad una società specializzata che gestisce per conto del cliente il *wallet* e se detta società è regolata. Ciò non avviene se l'utente scarica l'app da internet e gestisce il *wallet* in autonomia, ovvero se compra la valuta virtuale direttamente da un *miner* o svolge esso stesso tale attività.

In questo caso la tracciabilità dei soggetti sarebbe possibile solo attraverso investigazioni della polizia postale sugli indirizzi IP associati ai *wallets*. I soggetti che operano attraverso piattaforme site in giurisdizioni dove dette entità non sono regolate pongono ulteriori problemi di tracciabilità. Esistono, inoltre, appositi software che permettono di oscurare la catena delle transazioni effettuate<sup>68</sup>.

**65** V. 9° considerando, Direttiva 2018/843/UE, dove si dà conto del fatto che: «l'anonimato delle valute virtuali ne consente il potenziale uso improprio per scopi criminali. L'inclusione dei prestatori di servizi la cui attività consiste nella fornitura di servizi di cambio tra valute virtuali e valute reali e dei prestatori di servizi di portafoglio digitale non risolve completamente il problema dell'anonimato delle operazioni in valuta virtuale: infatti, poiché gli utenti possono effettuare operazioni anche senza ricorrere a tali prestatori, gran parte dell'ambiente delle valute virtuali rimarrà caratterizzato dall'anonimato [...]».

**66** In questo senso si è espresso anche il Consiglio Nazionale del Notariato nel Quadro Antiriciclaggio n. 3-2018/B.

**67** Ad esempio, potrebbe essere utilizzata una falsa identità oppure uno di quei sistemi che permettono di "rimbalzare" il segnale rendendo impossibile l'identificazione dello stesso indirizzo IP.

**68** Si tratta dei c.d. servizi di *mixing*, i quali rendono impossibile associare una transazione ai conti legati alle parti della stessa. Sul punto, si veda: D'AGOSTINO, *Operazioni di emissione, cambio e trasferimento di criptovaluta: considerazioni sui profili di esercizio (abusivo) di attività finanziaria a seguito dell'emanazione del D.lgs. 90/2017*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 1, p. 11 ss. (estratto, disponibile all'indirizzo [http://www.dirittobancaario.it/sites/default/files/allegati/l.\\_dagostino\\_operazioni\\_di\\_emissione\\_cambio\\_e\\_tra](http://www.dirittobancaario.it/sites/default/files/allegati/l._dagostino_operazioni_di_emissione_cambio_e_tra)

Di fondo resta, dunque, il problema che non tutte le transazioni in valuta virtuale utilizzano gli intermediari assoggettati alla disciplina antiriciclaggio, essendo comunque possibile che la valuta virtuale non incontri mai il mondo reale.

Per concludere, non esistono soluzioni semplici. Da un lato, l'estensione della disciplina in materia di antiriciclaggio, sia in modo diretto che indiretto, è una soluzione già sperimentata in passato e che si presta ad una rapida applicazione. Dall'altro lato, però, è una soluzione che lascia alcune zone d'ombra, dovute soprattutto al fatto che tutto si gioca in un mondo virtuale, che mal si presta all'applicazione di regole pensate in tempi diversi e per attività diverse. La proliferazione di nuovi soggetti, e le modalità attraverso le quali operano, rende davvero complesso ogni tentativo di estendere discipline esistenti.

Da un punto di vista sistematico, si può per altro osservare che è riscontrabile una certa tendenza nel rapporto tra contrasto al riciclaggio e forme di vigilanza sull'intermediazione finanziaria. Infatti, la soggezione alla normativa antiriciclaggio di nuovi soggetti ha spesso comportato la successiva attrazione degli stessi nell'ambito dell'intermediazione finanziaria, costituendo dunque il preludio di una più compiuta disciplina del fenomeno nuovo in sé<sup>69</sup>.

In ogni caso, sarebbe auspicabile una maggiore attenzione alla tema da parte del legislatore, in modo da ripensare alcuni profili della disciplina in materia di riciclaggio del denaro e del finanziamento del terrorismo alla luce delle nuove attività dell'ecosistema *Fintech*.

---

sferimento\_di\_criptovaluta\_considerazioni\_sui\_profili\_di\_esercizio\_abusivo\_di\_attivita\_2018\_0.pdf).

<sup>69</sup> Sul punto si veda URBANI, *Disciplina antiriciclaggio e ordinamento del credito*, cit., p. 133 ss. In passato questa tendenza evolutiva è osservabile, ad esempio, nella regolamentazione degli intermediari finanziari non bancari. Infatti, se inizialmente tali intermediari sono stati per lungo tempo sottratti a forme di controllo pubblico, la situazione è mutata proprio in seguito all'emanazione della l. 5 luglio 1991, n. 197 in materia di antiriciclaggio. Cfr. BELVISO, *Gli "intermediari finanziari" (tra storia e nomenclatura)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 165 ss.; CAPRIGLIONE, LEMMA, *Commento sub art. 106 t.u.b.*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*<sup>4</sup>, diretto da Capriglione, Padova, 2018, p. 1566 ss.; PELLEGRINI, *Varietà da un riscontro di regolarità alla «supervisione»*. *La svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, p. 593 ss.