

# N.O.M.O.S.



Nuovi Ordini dei Mercati Ordinamento e Sviluppo

ISSN 3103-5272

**RIVISTA SEMESTRALE | 2025/2**  
**Luglio - Dicembre**

---

## **COMITATO DI DIREZIONE**

Filippo Sartori  
Lia Robustella  
Maddalena Rabitti  
Michela Passalacqua  
Morten Kinander  
Raffaele Lener  
Roberto Natoli  
Teresa Rodríguez de las Heras Ballell

## **COMITATO SCIENTIFICO**

Andri Fannar Bergþórsson  
Antonio Davola  
Christoph U. Schmid  
Elisabetta Piras  
Federico Riganti  
Francesco Petrosino  
Gian Luca Greco  
Giovanni Berti De Marinis  
Laurent Posocco  
Maria Elena Salerno  
Nina Dietz Legind  
Raimondo Motroni  
Rezarta Tahiraj  
Ugo Malvagna  
Vito Bevivino

## **COMITATO EDITORIALE**

Jenny Carrieri  
Davide De Filippis  
Maria Giuseppina Iannicelli  
Claudia Milli  
Vincenzo Orsini  
Matteo Pignatti  
Veronica Zerba

## **DIRETTORE CON RESPONSABILITÀ INTELLETTUALE**

Diego Rossano

## **CO-DIRETTORI**

Giovanni Tria, Illa Sabbatelli, Patrizio Messina

La sede dell'Editore e del Direttore con responsabilità intellettuale è presso l'Università degli Studi di Napoli Parthenope – Dipartimento di Studi Aziendali ed Economici (DISAE) - Palazzo Pacanowski, Via Generale Parisi n. 13, Napoli, 80132

[www.nomos-nuoviordinideimercati.it](http://www.nomos-nuoviordinideimercati.it)

## **REGOLE PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI**

Al fine di assicurare uno *standard* elevato della qualità scientifica dei contributi pubblicati, nel rispetto dei principi di integrità della ricerca scientifica, la Rivista adotta un modello di revisione dei manoscritti proposti per la pubblicazione che contempla il referaggio tra pari a doppio cieco (*double blind peer review*).

I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori in materie giuridiche.

Per ulteriori informazioni relative alla procedura di valutazione, si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito della Rivista.

### **EMAIL**

[info@nomos-nuoviordinideimercati.it](mailto:info@nomos-nuoviordinideimercati.it)



## INDICE

### ARTICOLI E SAGGI

#### **FEDERICO RAFFAELE E MARCO COLUZZI**

Emissioni di criptoattività sul mercato primario (*initial coin offerings* o *ICO*) dopo l’emanazione del Regolamento MiCA

*(Crypto-asset issuances on the primary market (initial coin offerings or ICOs) following the enactment of the MiCA Regulation)*

.....5

#### **CLAUDIA MARASCO**

La regolazione del riuso delle componenti edilizie in acciaio: tra esigenze di mercato e pluralismo delle fonti

*(Regulating the reuse of steel building components: between market demands and legal pluralism)*.....30

#### **FRANCESCO RAMPONE**

Denaro criptovalute e stablecoin tra teoria monetaria e Regolamento MiCA

*(Money, Cryptocurrencies and Stablecoins Between Monetary Theory and the MiCA Regulation)*.....46

### NOTE A SENTENZE

#### **CLAUDIA MILLI**

Lo strumento del *bail-in* tra stabilità finanziaria e protezione degli investitori (*Note a margine della sentenza della Corte di giustizia UE, Sez. I, 11 settembre 2025, C-687/23*)

.....81

**Denaro criptovalute e  
stablecoin tra teoria  
monetaria e Regolamento  
MiCA**

**Francesco Rampone**

## *Denaro criptovalute e stablecoin tra teoria monetaria e Regolamento MiCA\**

### *(Money, Crypto-assets and Stablecoins between monetary theory and the MiCA Regulation)*

Francesco Rampone  
Professore a contratto presso l'Università LUM – G. Degennaro

#### **ABSTRACT [En]:**

The article examines the relationship between money and crypto-currency in light of monetary theory and the MiCA Regulation, also considering the forthcoming introduction of the digital euro. Its aim is to define the notion of “money” in civil law terms in order to enable a more rigorous interpretation of crypto-asset, moving beyond generic categories such as «asset», «value» or «means of exchange» and instead adopting a technical legal vocabulary (claim, document, obligation). After a review of main monetary theories, it proposes a taxonomy of crypto-assets based on intrinsic features, independent of market dynamics or actors' intentions, to support their legal classification within the EU framework.

**Keywords:** Stablecoin, monetary theory, crypto-asset, token, MiCAR

#### **ABSTRACT [It]:**

L'articolo esplora il concetto di criptovaluta alla luce della teoria monetaria e del regolamento MiCA, anche in vista dell'introduzione dell'euro digitale. L'obiettivo è definire in termini civilistici la nozione di “denaro” per consentire una lettura più rigorosa della disciplina delle cripto-attività, superando categorie generiche come «bene», «valore», «mezzo di scambio», «rappresentazione digitale» e privilegiando invece un lessico giuridico tecnico (credito, documento, obbligazione). Dopo una sintesi delle principali teorie monetarie, si propone una tassonomia delle cripto-attività fondata su elementi intrinseci, indipendente dalle dinamiche di mercato o dalle intenzioni degli operatori, utile alla loro corretta qualificazione giuridica nel

---

\* Contributo approvato dai revisori.

quadro europeo.

**Parole chiave:** Stablecoin, teoria monetaria, cripto-attività, token, MiCA.

**SOMMARIO:** 1. Premessa. – 2. Definizione classica di denaro. – 3. Definizione normativa di criptovaluta. – 4. Valuta, contante e denaro. – 5. Nozione civilistica di “denaro”. – 6. Denaro contante, token e criptovalute (cenni). – 7. Origine del denaro nella tradizione classica. 7.1. Critica alla tradizione classica sulle origini del denaro. 7.2. Transazioni verticali. 8. Denaro contante, denaro scritturale e denaro in sé. 8.1. Definizione normativa di denaro (cenni). 9. Denaro e criptovalute. 10. Criptovalute e MiCAR. 10.1. *Stablecoin* collateralizzate e algoritmiche. 10.2. Moneta elettronica, euro digitale e token di moneta elettronica. 10.3. Monete complementari e criptovalute. 10.4. Bitcoin e altre criptovalute. 11. Conclusioni.

## 1. PREMESSA.

Le criptovalute costituiscono una sfida per il giurista. La loro disciplina, e quella dei nuovi operatori fintech, non può infatti prescindere da una approfondita riflessione su cosa esse sono da una prospettiva sostanziale e di diritto. Tale riflessione è oggi tanto più urgente alla luce dei dubbi interpretativi del regolamento (UE) 2023/1114 (il c.d. MiCAR) e, in particolare, dell’obbligo di rendere parere giuridico ai sensi dei suoi artt. 17.1.b) e 18.2.e) in ordine alla natura del token in emissione.

A ben vedere, prima ancora di declinare il fenomeno nella connotazione “cripto”, va senz’altro sciolto il nodo di cos’è la “valuta” – o meglio, di cos’è il denaro in sé – per poi indagare questa sua recente forma digitale distinguendola, per esempio, dalla moneta elettronica<sup>1</sup> e dalla criptovaluta di futura emissione pubblica, la c.d. *Central Bank Digital Currency* (CBDC).

Ad oggi non esistono contributi di taglio giuridico che rispondono a tale quesito. E quelli che si sono proposti un tale obiettivo, in realtà non hanno esposto alcun inquadramento sistematico del denaro nei tradizionali istituti giuridici, ma hanno affrontato il tema da una prospettiva meramente regolamentare, utile cioè al solo fine di tutelare il risparmio e garantire

---

<sup>1</sup> Di cui all’art. 1, comma 2, lett. h-ter), TUB (che, con il d.lgs. 16 aprile 2012, n. 45, ha recepito le disposizioni della direttiva 2009/110/CE – EMD2).

il buon funzionamento del mercato, ma insoddisfacente per indagare l'ontologia del fenomeno<sup>2</sup>.

È invece quanto mai urgente, soprattutto alla luce della rivoluzione tecnologica a cui stiamo assistendo, definire il «denaro» ricorrendo esclusivamente agli strumenti del diritto e da qui procedere con l'analisi delle varie tipologie di criptovalute esistenti (o almeno così chiamate nel linguaggio comune) per poi verificare la loro effettiva riconducibilità all'una o all'altra normativa (MiCAR o MiFID II), all'uno o all'altro istituto (cripto-attività di tipo OTT, ART ed EMT, di cui rispettivamente ai Titoli II, III e IV del MiCAR)<sup>3</sup>.

## 2. DEFINIZIONE CLASSICA DI DENARO.

La definizione comunemente accettata di «denaro» è quella adottata dagli economisti per cui esso è un *mezzo di scambio*, una *unità di misura* del valore e una *riserva di valore*<sup>4</sup>. Si tratta di una *definizione tripartita* che affonda le sue radici nelle teorie monetarie elaborate fin dagli inizi

---

<sup>2</sup> I contributi di taglio giuridico (G.F. CAMPOBASSO, *Bancogiro e moneta Scritturale*, ed. Cacucci, 1979, p. 3; T. ASCARELLI, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Commentario Scialoja-Branca*, 1959, p. 70; ID, *La moneta, Considerazioni di diritto privato*, Padova, 1928; ID (a cura di), *Studi giuridici sulla moneta*, Milano, 1952 B. INZITARI, *La moneta*, in *Trattato Galgano*, vol. VI, Padova, 1983; V. SANTORO, *Il conto corrente bancario. Artt. 1852-1857*, Giuffrè, 1992; L. FARENGA, *La moneta bancaria*, Giappichelli, 1997; più recentemente, G.L. GRECO, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, in *Riv. Dir. Bancario*, 2019) si sono concentrati sulla moneta bancaria quale fenomeno “derivato” dal denaro legale riprendendo a vario titolo e in varia misura le teorie monetarie citate nella precedente premessa e approdando comunque sulla definizione tripartita degli economisti (vedi *infra* in § successivo).

<sup>3</sup> Tra le istituzioni che si sono pronunciate cercando una qualificazione delle criptovalute, vedi ECB, *Virtual currency schemes*, ottobre 2012 (in cui l'autorità bancaria dà una prima definizione di criptovaluta ammettendo la sua natura di denaro); EBA, *Warning to consumers on virtual currencies*, 12 dicembre 2013; Banca d'Italia, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette “valute virtuali”*, 30 gennaio 2015; Banca d'Italia, *Comunicazione del 30 gennaio 2015 - valute virtuali*, 30 gennaio 2015; EBA, *Opinion on virtual currencies*, 4 luglio 2014; ECB, *Virtual currency schemes – a further analysis*, febbraio 2015 (in qui l'autorità bancaria cambia la prima definizione di criptovaluta che aveva dato nel 2012 negandole la natura di denaro); BIS, *CPMI Report on digital currencies*, novembre 2015; EBA, *Opinion of the European Banking Authority on the EU Commission's proposal to bring Virtual Currencies into the scope of Directive (EU) 2015/849 (4AMLD)*, 11 agosto 2016; IMF, *Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations*, IMF Staff Discussion Note – SDN/16/03, gennaio 2016; ESMA, EBA e EIOPA, *ESMA, EBA and EIOPA warn consumers on the risks of Virtual Currencies*, 12 febbraio 2018; Banca d'Italia, *Avvertenza della Banca d'Italia per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee*, 19 marzo 2018; Consob, *Rischi per i consumatori: valute virtuali e criptovalute*, novembre 2018.

<sup>4</sup> È questa la definizione ripresa, solo per citare un paio degli economisti contemporanei più famosi, da Paul Krugman (P KRUGMAN & R. WELLS, *Economics*, 2006) e Ben Bernake (A. ABEL & B. BERNANKE, *Macroeconomics*, 2005).

del secolo scorso<sup>5</sup>, ma che, a ben vedere, non è affatto una definizione<sup>6</sup>, quanto piuttosto di un elenco di proprietà, di funzioni e di attributi che tradizionalmente riconosciamo al denaro e che potrebbero riferirsi anche ad enti che normalmente non consideriamo tale<sup>7</sup>. Essa, cioè, racconta il denaro da una prospettiva meramente funzionalista e finalista, ma non si pone

---

<sup>5</sup> Tra le principali teorie è opportuno accennare a quella statalista (G. FRIEDRICH KNAPP, *Lo Stato e la moneta*, 1924) per la quale il denaro è quel mezzo di scambio, creato e garantito dallo Stato, che per legge non può essere rifiutato come mezzo di pagamento. Cosa senz'altro vera, ma niente affatto esaustiva in quanto tale definizione nulla dice sul criterio di emissione e riduce il rapporto tra Stato e cittadini al solo piano della coercizione. La teoria sociologica, di contro, sostiene che il denaro è – ancora una volta – un mezzo di scambio che, a differenza della teoria statalista, è accettato solo perché tutti lo accettano (su tutti, L.V. MISES, *Theory of Money and Credit*, 1912). Esistono poi altre teorie minori, il *chartalismo*, il *metallismo*, il *circuitismo*, la *Modern Monetary Theory* (MMT), ecc., ma sono tutte derivazioni o teorie precorritrici, senza differenze significative, di quelle stataliste e sociologiche. Sia la teoria statalista che quella sociologica non propongono definizioni del denaro in sé, ma solo argomenti che spiegherebbero il motivo per cui lo accettiamo come mezzo solutorio (Ludwig von Mises in cit. scrisse che la teoria statalista di Georg Friedrich Knapp non è una cattiva teoria, non è affatto una teoria!). Menzione a parte merita l'idea persistente che il denaro sia una «*ideal unit*», rilanciata soprattutto nell'opera di J.A. SHUMPETER, *Das Wesen des Geldes*, Vandenhoeck & Ruprecht, 2008). Locuzione che non fa uso degli strumenti del diritto e, in sé, non spiega nulla e fornisce una visione del denaro come pura astrazione per cui esso sarebbe una mera convenzione sociale. Una sorta di illusione collettiva. Neha Narula, direttore della Ricerca della *Digital Currency Initiative* al MIT Media Lab, in un TedEx del 3 ottobre 2016, al min. 1:59” sostiene: «*Non c'è nulla di intrinsecamente prezioso in un dollaro, una pietra o una moneta. L'unico motivo per cui queste cose hanno un valore è perché noi lo abbiamo deciso. E poiché lo abbiamo deciso, ce l'hanno. Il denaro si basa sugli scambi e le transazioni che facciamo tra di noi. Il denaro non è nulla di oggettivo. È una narrazione collettiva che ci raccontiamo a vicenda sul valore. È una storia condivisa*». Anche Y.N. HARARI, in *Sapiens, A Brief History of Humankind*, Vintage 2011, ritiene che «*dollars have value only in our common imagination [...]. Money is a system of mutual trust*» (pp. 200-201). Fuori dal coro si colloca A. MITCHELL INNES, *What is Money?*, in *The Banking Law Journal*, 1913, pp. 377-408; Id, *The Credit Theory of Money*, in *The Banking Law Journal*, 1914, pp. 151-168, per il quale il denaro è innanzi tutto un credito, ovvero un concetto giuridico (i lavori di A. Mitchell Innes sono ristampati e analizzati in L. RANDALL WRAY, *Credit and State Theories of Money: The Contributions of A. Mitchell Innes*, Edward Elgar Publishing, 2004). Il presente lavoro ha la pretesa di partire dalla *credit theory* estendendo i suoi approdi al nuovo ecosistema digitale.

<sup>6</sup> Vedi F. CARBONETTI, *Moneta*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale*, n. 2/1985, p. 10.

<sup>7</sup> Da tale “definizione tripartita” partono diversi contributi tentando una qualificazione giuridica delle criptovalute secondo il diritto italiano: G. RINALDI, *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptomonete*, in *Contratto e impresa*, 1, 2029, pp. 257-296; A. CAPOGNA et al, *Bitcoin: profili giuridici e comparatistici. Analisi e sviluppi futuri di un fenomeno in evoluzione*, in *Diritto mercato tecnologia*, 3(2015), pp. 32-74; N. VARDI, *"Criptovalute" e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei Bitcoin*, in *Dir. inf.*, 2015, pp. 443-456; N. MANCINI, *Valute Virtuali e Bitcoin*, in *An. Giur. Econ.*, 2015; S. CAPACCIOLI, *Criptovalute e bitcoin: un'analisi giuridica*, Milano, 2015; N. MANCINI, *Bitcoin: rischi e difficoltà normative*, in *Banca imp. soc.*, 2016, 127 ss.; R. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Dir. Inf.*, 2017, pp. 27-54; G. GASPARRI, *Riflessioni sulla natura giuridica del bitcoin tra aspetti strutturali e profili funzionali*, in *dirittobancario.it*, 2 dicembre 2021. Tutti i lavori citati approdano, chi più chi meno, alle medesime conclusioni ammettendo che le criptovalute non siano denaro per il fatto di non possedere le tre funzioni classiche e che possano qualificarsi al limite come bene *ex art. 810 c.c.*, come documento informatico o come strumento finanziario. Che, peraltro, non sono sussunzioni reciprocamente escludenti.

affatto in una prospettiva sostanziale: spiega cosa fa, ma non cosa è<sup>8</sup>.

Vediamo in chiave critica ciascuno dei tre termini della definizione classica.

Con la locuzione «*mezzo di scambio*» non indichiamo una proprietà intrinseca del denaro, ma piuttosto la funzione che ad esso gli attribuiscono debitore e creditore. Come ci dimostra la pratica quotidiana, qualsiasi cosa può essere mezzo di scambio, se così lo intendono i paciscenti<sup>9</sup>.

Quanto alla «*riserva di valore*», tutto lo è. Gli immobili, l'oro, le opere d'arte, ecc. Tutto ciò che è durevole e scarso, o diventa tale nel tempo, è un'ottima riserva di valore. Anzi, come riserva di valore, il denaro è poco funzionale essendo soggetto, più facilmente di altri asset, a

---

<sup>8</sup> Restano sulla definizione *mainstream* il Merriam Webster che, per l'appunto, definisce il denaro come un «*mezzo di scambio, misura del valore e mezzo di pagamento*»; l'Autorità Bancaria Europea (vedi i *warnings* sulle criptovalute del 2014 e del 2016); la Banca Centrale Europea (*What is Money*, <https://www.ecb.europa.eu>, aggiungendo un racconto sulle origini del denaro, ovvero di come esso si sarebbe imposto e sviluppato partendo dal baratto). L'Oxford Dictionary – benché con una minima variazione sul tema – che definisce il denaro come: «*un corrente mezzo di scambio in forma di monete e banconote; monete e banconote collettivamente*» (tralasciando evidentemente di comprendere anche il denaro scritturale). Una menzione d'onore spetta senz'altro al sito *investopedia.com* che adotta addirittura un approccio che definirei “romantico”: il denaro è «*the way we get the things we need and desire*» (<https://www.investopedia.com>) pur poi proseguendo con l'elenco delle tre funzioni del denaro e, quindi, con la tradizionale storia delle origini del denaro, dal baratto ai giorni nostri. Infine, va sottolineato che la Federal Reserve rinuncia addirittura a dare una definizione di denaro e nelle FAQs (in <https://www.federalreserve.gov/faqs.htm>) limitandosi solo alle nozioni di *money supply, coin e currency*.

<sup>9</sup> Due fatti storici, spesso confusi l'un l'altro, spiegano bene la natura convenzionale del mezzo di scambio e come essa si può attingere a qualsiasi titolo o bene. Il primo fatto è per lo più databile tra la fine degli Anni Sessanta e i primi Anni Settanta allorché alcune aziende, per finanziarsi un poco o per fidelizzare la clientela, ricorsero all'emissione dei cc.dd. “assegnini”, ovvero buoni spesa, buoni viveri e libretti a scalare (ticket restaurant *ante litteram*). Si trattava di documenti qualificabili a vario titolo come una sorta di “cambiali di fatto” i quali, attraverso apposite convenzioni dell'emittente, potevano essere spesi (girati) presso negozi convenzionati o addirittura scontati in alcune banche (vedi, per esempio, i “buoni viveri” e “buoni latte” in *Camillo Olivetti e la Fondazione Domenico Burzio*, in *Archivi Olivetti*, disponibile su <https://www.storiaolivetti.it/>; nonché A. BARAVELLI, *Il giusto prezzo. Storia della cooperazione di consumo in area adriatica (1861-1974)*, par. 7, disponibile su <https://www.academia.edu/>). Il secondo fatto storico rilevante ai fini della presente critica, nasce nella seconda metà degli Anni Settanta a seguito di una cronica mancanza di monete metalliche da 50 o 100 lire. Alcuni supermercati e banche emisero piccole cedole, volgarmente poi chiamate “miniassegni”, di valore corrispondente alle monete mancanti scambiandole come resto dei pagamenti in contanti. Queste, anche considerato il loro basso valore per singola unità e la possibilità di spendita per la spesa contro gli stessi emittenti in pagamento (compensazione) della spesa quotidiana, cominciarono a circolare anche nel mercato libero fino a quanto l'Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato non emise una quantità sufficiente di monte ed intervenne la Banca d'Italia e il Ministero del Tesoro per proibirne la futura emissione (v. la delibera CICR 29 dicembre 1977 — disciplina gli assegni circolari “a taglio fisso di importo modesto; D.M. del Tesoro del 3 febbraio 1978 — atto attuativo della delibera CICR, in G.U. 21 febbraio 1978, n. 51; delibera CICR 22 aprile 1995 che revoca sia la delibera CICR del 1977 sui miniassegni che il relativo D.M. del 1978, confermandone tuttavia i riferimenti storici e le ragioni di intervento; cfr. M. PALERMO, *I miniassegni... come non li avete mai visti*, Nomisma 2022). Sia gli assegnini che i miniassegni furono di fatto trattati come *mezzi di scambio* a tutti gli effetti, liberatori e solutori.

perdita, distruzione e svalutazione.

Quanto, infine, all'«unità di misura del valore», si tratta della proprietà meno caratteristica del denaro. Una unità di misura per sua natura deve essere fissa al variare di tutte le circostanze. Tutte le unità di misura (come lunghezza, peso, temperatura, ecc.) sono ancorate alle immutabili leggi fondamentali della natura (una costante universale, la vibrazione di una determinata particella atomica, ecc.). Il valore del denaro, invece, è strettamente dipendente dalle variabili al contorno e, al di là del fatto che le nostre economie sono relativamente stabili, va pur riconosciuto che esso è in continua fluttuazione da un giorno all'altro giacché il *prezzo valutario* è determinato dal rinnovato rapporto di cambio con beni, servizi e altre valute. Secondo la definizione classica, quindi, il denaro è un'«unità di misura elastica», il che è un ossimoro. È quindi più corretto parlare di «unità di conto» (che più propriamente è la «valuta»). Ma anche in tal caso trattasi comunque di espressione che non definisce alcunché, ma descrive solo una possibile funzione del denaro.

Si potrebbe essere tentati di salvare la definizione tripartita sostenendo che, ancorché le proprietà indicate siano riscontrabili anche in altri *asset*, il denaro è l'unico che le possiede tutte e tre. In realtà anche le *commodity* – che senz'altro non consideriamo denaro – possiedono le tre funzioni; e non vale sostenere che il loro valore è misurato ricorrendo alle valute ufficiali e che quindi queste ultime hanno uno status speciale in quanto fungono da parametro di riferimento (es.: un grammo d'oro vale 100 euro). È infatti vero anche il contrario, e cioè che il valore delle valute ufficiali è misurato dalla quantità di una determinata *commodity* che con esse si può acquistare.

### 3. DEFINIZIONE NORMATIVA DI CRIPTOVALUTA.

La mancanza di una definizione di denaro, propriamente detta, non consente alcuna vera discriminazione rispetto ad altri fenomeni “limitrofi”, come per esempio le monete complementari (di cui anche non esiste una definizione normativa)<sup>10</sup> o le criptovalute. Ciò non

---

<sup>10</sup> Si veda G.L. GRECO, *Riserve di attività versus piattaforme di gestione delle valute virtuali: il caso “Sardex”*, in *Riv. trim. dir. econ.*, n. 4, supplemento, 2016, pp. 104-135. L'Autore, per inquadrare le monete complementari, e in particolare la più nota in Italia, il Sardex, resta sulla definizione di «circuito di credito commerciale», ovvero «sistema di accordi al contempo plurilaterale, tra gli aderenti, e bilaterale, con il gestore, nel complesso riconducibile alla fattispecie atipica, sempre della famiglia del “baratto”, del c.d. “barter”, contratto plurilaterale atipico con cui più soggetti si scambiano vicendevolmente beni o servizi concludendo le relative operazioni mediante compensazione reciproca, in presenza di una c.d. barter company» (nota 90). Tuttavia, va sottolineato che il Sardex in sé non è né un circuito né un sistema di accordi

consente all'interprete di individuare con certezza la disciplina applicabile a tali fenomeni e, anzi, finisce per introdurre nel nostro ordinamento concetti quantomai spuri.

La definizione di «*valuta virtuale*» della V Direttiva Antiriciclaggio così recita: «*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 o giuridiche come mezzo di scambio e può essere trasferita, memorizzata o scambiata elettronicamente*» (direttiva (UE) 2018/843, del 30 maggio 2018).

Si tratta di una definizione che ha lasciato più dubbi che certezze poiché non circoscrive il significato. Essa, infatti, si declina in termini negativi («*non è... non è... non possiede...*»), fa riferimento a circostanze esogene («*è accettata da ...*»), è prolissa («*...persone fisiche o giuridiche...*»), è tautologica («*...come mezzo di scambio*»), accenna a caratteri indefiniti (cos'è «*lo status giuridico di valuta o moneta?*»), fa riferimento infine a proprietà non distintive e che quindi rischiano di essere assai poco utili («*può essere trasferita, memorizzata o scambiata elettronicamente*»), come già accade con il denaro scritturale-bancario).

Oggi questa definizione, recepita originariamente con minima variazione nell'art. 1, lett. qq), del d.lgs. 231/2007, è stata abrogata dall'art. 1 del d.lgs. 27 dicembre 2024, n. 204, che al tempo stesso ha introdotto nel suddetto decreto la lett. m-bis) rinviando piattamente alla nozione di «*cripto-attività*» di cui all'articolo 3, paragrafo 1, punto 5), del regolamento MiCA: «*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 analogica*»<sup>11</sup>. Ad oggi, quindi, nel nostro

---

(questi, semmai, sono il c.d. *SardexPay*). Vedi anche G. LITTERA, L. SARTORI, P. DINI e P. ANTONIADIS, *From an Idea to a Scalable Working Model: Merging Economic Benefits with Social Values in Sardex*, in *International Journal of Community Currency Research*, 21 (Winter) 6-21, i quali, sempre con riferimento al Sardex, lo definiscono in ultima analisi come un «*mutual credit system*». Ancora, M. FAMA, A. FUMAGALLI e S. LUCARELLI, *Cryptocurrencies, Monetary Policy, and New Forms of Monetary Sovereignty*, in *International Journal of Political Economy*, 48:2, p. 187: «*complementary currencies could be defined as technopolitical innovations that, by facilitating economic exchanges charged of specific shared meanings, have the potential to enable the pursuit of a set of collectively defined goals that cannot be achieved with the exclusive circulation of official money*». Sulla stessa linea («*sistema di scambio*» e «*unità di conto*») anche L. GIACHI, F. PROIA e F. TUZI, *Le monete complementari. Pratiche economiche e legislazione regionale*, in *Cambio. Rivista sulle trasformazioni sociali*, 2021, Vol. 11, n. 21.

<sup>11</sup> La definizione MiCAR di cripto-attività, a dispetto delle intenzioni (Cons. 9), non rispetta il principio di neutralità tecnologica poiché fa riferimento a «*tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analogica*» (in proposito, rileva la rinuncia al citato principio, sebbene per altri profili di armonizzazione tra MiFID II e MiCAR, anche F. ANNUNZIATA, *I DLT financial instruments tra Legge Fintech, MiFID e T.U.F.: questioni classificatorie dei tokens*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 3, 2024, p. 891). Invero, adottando un approccio rivolto alle caratteristiche intrinseche delle cripto-attività si può fare a meno di qualsiasi riferimento alla sottostante soluzione tecnica come, ad esempio, hanno fatto la legge del Principato del Liechtenstein del 3 ottobre 2019 (il c.d. TVTG, dal titolo originale in tedesco «*Token- und VT-Dienstleister-Gesetz*»), che adotta la definizione di «*Trustworthy Technology (TT)*», ovvero la tecnologia, non necessariamente DLT, grazie alla

ordinamento non sopravvive la definizione di *valuta virtuale*, ma solo quella di *cripto-attività*, con tutti i dubbi interpretativi che ne seguono. Anche la definizione di *cripto-attività*, infatti, mutuando quella precedente di *valuta virtuale*, ricorre all'espressione «*rappresentazione digitale di un valore o di un diritto*», senza tuttavia chiarire cosa sia una «*rappresentazione digitale*» e cosa sia un «*valore*»<sup>12</sup>.

Le definizioni normative di «*criptovaluta*» e «*cripto-attività*» sopra riportate sono figlie, a loro volta, della vaga definizione tripartita di «*denaro*» ereditata dagli economisti. È giunto quindi il momento in cui il legislatore utilizzi esclusivamente gli strumenti del diritto abbandonando espressioni come «*mezzo di scambio*», «*valore*», «*unità ideale*», ecc. e colga l'occasione, offerta dall'attuale rivoluzione del mercato fintech, per indagare la natura profonda del denaro in sé definendolo in termini civilistici, fornendo cioè all'interprete concetti chiari che lo aiutino a individuare la disciplina applicabile ai nuovi fenomeni criptovalutari disancorandoli da elementi esogeni<sup>13</sup>.

---

quale può essere garantita l'integrità dei token e il loro corretto trasferimento e disposizione) e il più recente decreto delegato della Repubblica di San Marino n. 150 del 25 ottobre 2023, *Disciplina delle tecnologie basate su registri distribuiti*, che, a dispetto del titolo, definisce i token facendo riferimento all'«*univoca storizzazione e resilienza delle informazioni*» (art. 2.1.rr).

<sup>12</sup> Secondo F. ANNUNZIATA, *Il Regolamento MiCA nel contesto della disciplina bancaria e dei servizi di pagamento*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica*, n. 103, gennaio 2025, Atti del Convegno Banca d'Italia, Roma, 29 settembre 2023: «*sussiste un consenso generalizzato in merito al fatto che bitcoin – la cripto attività che, a tutt'oggi, ha la più elevata capitalizzazione di mercato al mondo – rientra tra le attività decentralizzate e, in quanto tale, è esclusa dall'ambito di applicazione del MiCAR, sul piano delle regole che governano l'offerta e l'emissione di token sul mercato*» (p. 43). In effetti, l'emissione di bitcoin è sia quella originaria del 3 gennaio 2009, sia quella successiva, e tutt'ora in corso, risultante come effetto protocollare del *reward* dei nodi che sono innumerevoli e in continuo mutamento. Tuttavia, il bitcoin è un caso del tutto particolare in cui l'emittente originario è tutt'oggi sconosciuto, ma lo stesso non vale necessariamente per gli emittenti protocollari successivi né per gli offerenti. Altre criptovalute di tipo bitcoin, seppur con emissione protocollare, ma con emittente originario noto, come ad esempio i cc.dd. memecoin, sono senz'altro soggette al MiCAR (*rectius*: l'emittente-offerente è soggetto obbligato MiCAR). Oggi, peraltro, la sostanziale «*fusione*» della definizione di *valuta virtuale* e *cripto-attività* supera ogni dubbio giacché è certo che tra le «*valute virtuali*» di cui alla vecchia formulazione del d.lgs. 231/2007 rientravano anche i bitcoin.

<sup>13</sup> La Banca Centrale Europea nel suo parere «*correttivo*» del 2015 (ECB, *Virtual currency schemes – a further analysis cit.*) suggerì di definire le valute virtuali come «*mezzi di scambio*» anziché «*mezzi di pagamento*» per il timore di incoraggiarne l'utilizzo senza tener conto dei rischi connessi alla loro volatilità e all'assenza di garanzie in ordine alla convertibilità in moneta tradizionale, nonché per il *vulnus* al sistema finanziario e monetario che sarebbe stato arrecato dall'eventuale incremento della loro circolazione (v. anche E. CALZOLAIO, *Bitcoin, le sfide dell'autoregolazione*, in *osservatoriosullefonti.it*, 3/2021, p. 1363). Pare quindi che si sia cercata una definizione «*performativa*» (poi effettivamente adottata nella direttiva 2018/843/UE), cioè basata più su obiettivi di risultato che non sull'analisi del fenomeno in sé. Di diverso e condivisibile avviso è F. ANNUNZIATA (*Speak, if you can: what are you? An alternative approach to the qualification of tokens and initial coin offerings*, in *17 European Company and Fin. L. Rev.*, 2020, 129 ss.; ID., *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2018, 40 ss., il quale suggerisce un approccio *bottom-up*

#### 4. VALUTA, CONTANTE E DENARO.

Per superare la definizione tripartita di «denaro», dare sostanza a quella normativa di «cripto-attività» e chiarire quella di uso comune di «criptovaluta», sono necessarie alcune considerazioni terminologiche. Utilizziamo infatti i termini *valuta*, *contante* e *denaro* come sinonimi. Si tratta invece di concetti diversi il cui uso promiscuo conduce inevitabilmente a fraintendimenti e porta alla formulazione di concetti ambigui<sup>14</sup>.

La «*valuta*» è il termine generico con cui un Paese denomina il proprio debito pubblico, ovvero la massa monetaria che ha emesso<sup>15</sup>. In tale accezione, l'euro, il dollaro e lo yen sono rispettivamente le valute della Eurozona, degli USA e del Giappone<sup>16</sup>.

Con il termine «*contante*» indichiamo monete e banconote, ovvero i supporti fisici che recano sulle *facce* un determinato importo valutario e che sono emessi dallo Stato che di quella valuta ha il monopolio. Il contante è quindi costituito da *beni materiali* (documenti) che incorporano porzioni di debito pubblico e che scambiamo *brevi manu* per regolare rapporti obbligatori. In via più estensiva, con tale termine intendiamo anche il saldo di conto corrente bancario (nonché il conto di pagamento di moneta elettronica), ovvero il denaro scritturale di immediata liquidità in deposito presso il sistema bancario (ma sulla sostanziale differenza tra denaro contante, in senso stretto, e denaro scritturale, rinvio al § 8). Il denaro scritturale è quindi un credito che anziché essere espresso in forma fisica per incorporazione nel contante, lo è in forma scritturale, è cioè espresso come annotazione contabile in un registro tenuto e gestito da un terzo fiduciario. In altri termini, il contante è la quantità di *unità base* del debito pubblico in possesso o disponibilità di ogni singolo creditore, cioè l'ammontare di cui questo è creditore direttamente verso lo Stato emittente (contante) o indirettamente verso la banca

---

per individuare la disciplina applicabile ai token, rivolgendosi quindi alle caratteristiche intrinseche del fenomeno e non alla sua sorte nei mercati secondari.

<sup>14</sup> Basti dare un'occhiata alle pagine di Wikipedia alla voce «*money*» per notare che parole come «*money*», «*fiat*» e «*currency*» sono utilizzate in modo alternativo. Lo stesso sulla pagina italiana con riferimento ai termini «*denaro*», «*valuta*» e «*moneta*».

<sup>15</sup> La valuta denomina il debito di emissione delle banche centrali – il c.d. aggregato M0 –, ma denomina anche il c.d. *denaro bancario*, ovvero quello ulteriore creato dal sistema bancario con l'effetto moltiplicatore dei depositi e prestiti e che concorre alla formazione dell'aggregato M1. È quindi utile tenere presente che ogni nuova emissione delle banche centrali indebita non solo lo Stato emittente, ovvero la collettività nel suo insieme indistinto, ma anche i cittadini mutuatari, soprattutto imprese, giacché la nuova liquidità trova il suo fisiologico impiego nei prestiti bancari.

<sup>16</sup> La valuta è anche detta divisa (es.: la divisa statunitense è il dollaro), conio (es.: il vecchio conio in Italia era la *lira*) o *moneta in senso ampio* (la moneta argentina è il *peso*).

depositaria (saldo di conto).

Appare a questo punto evidente che il concetto di *valuta* è assai diverso da quello di *denaro contante* e *denaro scritturale*: la prima è infatti il nome che diamo ad una *unità di conto* di un debito pubblico; l'altro, invece, è un credito nella disponibilità diretta del possessore dei pezzi monetari o indiretta, ma di immediata liquidità, del titolare di un conto corrente bancario. Ecco, quindi, che già da questa prima distinzione tra «*contante*» e «*valuta*» appare chiaro che la nozione comune di «*denaro*», come *mezzo di scambio* (contante) e di *misura del valore* (valuta), non tiene affatto conto della differenza sostanziale che sussiste tra questi due concetti.

Non solo valuta e contante sono concetti diversi tra loro, ma sono anche assai diversi dalla nozione di «*denaro*», terzo (presunto) sinonimo introdotto all'inizio del presente paragrafo. Quest'ultimo, infatti, non è né valuta né contante (in senso stretto e scritturale), ma qualcosa di più ampio che in qualche misura li ricomprende entrambi.

## 5. NOZIONE CIVILISTICA DI “DENARO”.

L'emissione di denaro (contante) indebita lo Stato emittente così come l'emissione di una obbligazione indebita una società commerciale, ma con alcune differenze sostanziali.

Innanzitutto, il denaro ha corso legale, è cioè assistito dall'obbligo legale che i cittadini dello Stato emittente hanno verso al portatore dei pezzi monetari di ricevere questi in cambio di beni e servizi. È in questo che si risolve il *debito pubblico*: nel dovere cioè di tutti i consociati di far fronte all'obbligazione assunta dallo Stato in loro nome producendo ricchezza reale. Nelle società commerciali, invece, l'obbligazione incorporata nel titolo obbligazionario consiste solo nel pagamento del montante e delle cedole e i soci sono schermati dal regime della responsabilità limitata (laddove, teoricamente, il debito emesso da uno Stato è invece garantito anche dal patrimonio pubblico, quantomeno il demanio disponibile, che è patrimonio comune di tutti i cittadini).

Il denaro, poi, a differenza delle obbligazioni, non ha scadenza e non è rimborsabile, in quanto soggetto a corso forzoso.

Al netto delle differenze sopra accennate tra denaro e obbligazioni, sussiste una decisiva corrispondenza. Entrambi, infatti, non hanno un sottostante. Il denaro viene apprezzato dal mercato in funzione della capacità dello Stato emittente, ovvero dei suoi cittadini, di far fronte al debito contratto. Capacità che dipende direttamente dall'efficienza della pubblica

amministrazione e dalla competitività delle imprese che insistono sul suo territorio<sup>17</sup>. Allo stesso modo, le obbligazioni sono appetibili in funzione delle performance di mercato e di bilancio delle società emittenti senza che esista necessariamente una garanzia reale, salvo, ovviamente, l'intervento di una procedura concorsuale e l'eventuale aggressione della massa fallimentare (come, peraltro, accade in modalità particolare anche per gli Stati, per esempio con l'intervento del FMI e i programmi di privatizzazione<sup>18</sup>).

Il denaro è quindi un credito cui corrisponde un debito che ricade su una intera comunità (per questo definito “pubblico”) e che non è garantito o ancorato ad un sottostante, ma è apprezzato solo in ragione del merito creditizio della comunità stessa, ovvero della sua affidabilità e dall'indebitamento totale.

In altri termini, possiamo dire che il denaro, in una prospettiva meramente ontologica, è un *concetto giuridico*: esso è il lato attivo del debito pubblico, è cioè il corrispondente diritto di credito – espresso nella valuta di cui ha il monopolio lo Stato debitore – che circola in forma fisica incorporato nel contante, oppure in forma dematerializzata (contabile) attraverso l'intermediazione del sistema bancario, ovvero ancora, in un prossimo futuro, in forma tokenizzata, attraverso l'esecuzione di un protocollo *peer-to-peer*<sup>19</sup>.

Poiché il denaro è un credito, il denaro contante è un titolo di credito, sebbene un po' particolare.

---

<sup>17</sup> In tale equazione giocano ovviamente un ruolo anche le forze armate dello Stato in quanto garantiscono la stabilità, se non addirittura l'espansione della sua economia. Ma non è questa la sede per ulteriori considerazioni su tale punto.

<sup>18</sup> Secondo la MMT, gli Stati non falliscono in quanto possono sempre coniare nuovo denaro per pagare i propri debiti (cfr. *ex multis*, W. MOSLER, *The 7 Deadly Innocent Frauds of Economic Policy*, ed. Valance Co., 2010). Si tratta tuttavia di una impostazione puramente formale che fa leva sul significato tecnico di «fallimento». Soprattutto nel mercato globale l'emissione di nuova moneta in condizione di sostanziale insolvenza non consente allo Stato di approvvigionare i propri cittadini e imprese di beni e risorse essenziali al loro sostentamento e alla produzione industriale. Uno Stato “sostanzialmente fallito”, quindi, sebbene non scompaia dalla cartina geografica, come invece verrebbe cancellata una società dal registro delle imprese, riduce comunque in stato di indigenza la sua popolazione. Peraltro, l'insolvenza di uno Stato è una esternalizzazione negativa per tutti i suoi creditori particolari, anche in valuta estera.

<sup>19</sup> il protocollo *peer-to-peer* gestisce un registro come quello decentralizzato utilizzato dal sistema bancario, ma che, in una architettura DLT, è distribuito e quindi non necessita dell'intervento di un terzo intermediario. Con atto *COM(2023) 369 final* il Parlamento Europeo e il Consiglio hanno presentato una proposta di regolamento dell'euro digitale. Il 16 luglio 2025 la Banca Centrale Europea (BCE) ha pubblicato il terzo *progress report* sulla fase di preparazione dell'euro digitale, una sintesi dei passi avanti effettuati dal 2023 per definire aspetti tecnici e quadro normativo relativi alla modernizzazione della valuta comune. È recente (4 ottobre 2025) la pubblicazione da parte della BCE della lista dei fornitori dei cinque componenti dell'euro digitale e relativi servizi (*ECB selects digital euro service providers*, in <https://www.ecb.europa.eu/>).

## 6. DENARO CONTANTE, TOKEN E CRIPTOVALUTE (CENNI).

Il denaro contante, quale supporto per la circolazione di un diritto di credito, è idoneo a funzionare come mezzo di scambio in forza della sua proprietà di essere induplicabile e imm modificabile, e ciò sia perché vietato dalla legge, sia perché banconote e monete sono realizzate con tecniche che ne impediscono quanto più possibile la copia e l'alterazione. Tali caratteristiche, tipiche dei pezzi monetari e, più in generale, di qualsiasi titolo al portatore, sono oggi replicabili dai token crittografici, ovvero dalle «cripto-attività», in modo ancora più efficace<sup>20</sup>.

Una cripto-attività è infatti un *asset* digitale che, a differenza dei comuni file digitali, è durevole, rivale, induplicabile, infalsificabile e storicizzato. Ciò comporta che, esattamente come il contante è un *asset fisico* idoneo ad incorporare un credito espresso in una “valuta ufficiale”<sup>21</sup>, le criptovalute – sub-specie delle cripto-attività – sono *asset digitali* idonei ad essere supporto per l'incorporazione di un diritto di credito espresso in una “valuta non ufficiale”, oppure possono essere utilizzati per incorporare posizioni giuridiche soggettive di varia natura (crediti personali, obblighi di consegna, diritti potestativi, legittimazioni ad agire, ecc.), perfino attribuite o dimostrare in capo al possessore uno status<sup>22</sup>.

L'idoneità di un supporto digitale ad essere mezzo per l'incorporazione e circolazione al portatore di una posizione giuridica soggettiva è di centrale importanza nell'indagine che ci occupa. Prima però di proseguire con questa, è opportuno accennare brevemente alla storia del denaro per superare una sedimentata ed errata convinzione sulle sue origini che, inevitabilmente, ha influenzato le teorie monetarie e oggi condiziona l'attuale riflessione sulla natura giuridica delle criptovalute.

---

<sup>20</sup> I token sono anche più unici di quanto non lo sia una banconota. La loro *induplicabilità* e *infalsificabilità* sono conseguenza inevitabile dell'esecuzione del protocollo DLT di creazione e scambio (transazioni). Per le banconote, invece, tali caratteri sono più facilmente aggirabili in quanto dipendono (solo) dalla fattura e dal materiale di cui sono fatte, dalla forza coercitiva della legge e dell'autorità che punisce i falsari. Peraltro, a differenza del contante, una criptovaluta non ha tagli fissi, ma è frazionabile indefinitamente.

<sup>21</sup> La locuzione «*valuta ufficiale*» ha il significato di cui all'art. 3.1.8) MiCAR ed è sinonimo di «*moneta legale*», emessa cioè da uno Stato che ha il monopolio valutario.

<sup>22</sup> Il possesso di alcuni oggetti sacri o cerimoniali è fin dai tempi antichi considerato condizione necessaria per essere riconosciuti come re. Per esempio, la Corona ferrea di Lombardia (dal VII sec. d.C.) è stata usata per incoronare i re longobardi e successivamente i re d'Italia quale segno tangibile del passaggio del potere regale. Lo scettro e il globo imperiali (*Reichsapfel*) del Sacro Romano Impero (X sec.), che erano parte delle *insignia imperii*, attribuivano legittimità all'incoronazione dell'imperatore. In tempi recenti restano tracce di investitura regale per mezzo di oggetti simbolici nell'incoronazione di Westminster Abbey durante la quale viene posta sul capo del nuovo re la Corona di Sant'Edoardo.

## 7. ORIGINE DEL DENARO NELLA TRADIZIONE CLASSICA.

Secondo tradizione, il denaro è nato dal baratto<sup>23</sup>. Da questo si sarebbe poi passati all'adozione di una *moneta-merce*, ovvero una moneta il cui valore è intrinseco nel materiale di cui è fatta e che al tempo stesso è facilmente misurabile, frazionabile e scambiabile perché di uso comune e da tutti desiderata per la sua utilità immediata (scampoli di pelle, bestiame, conchiglie, carne secca, semi rari, ecc.). Dalla moneta-merce si sarebbe poi passati alla moneta rappresentativa di merce in custodia presso un fiduciario, ovvero una *moneta titolo di deposito irregolare*. La merce in deposito via via avrebbe perso il suo rapporto di 1:1 con i titoli in circolazione per i più vari motivi (non ultimo l'appropriazione indebita del depositario) e sarebbe diventata una semplice garanzia del debito del depositario nei confronti del depositante. Il titolo di deposito, a questo punto, inizierebbe ad essere considerato *contante*, ovvero titolo di credito dotato di un valore di scambio in forza dell'affidabilità del depositario. Privo quindi di valore intrinseco e poco – o addirittura niente affatto – rappresentativo di un bene in deposito. Infine, eliminata del tutto per legge la convertibilità del contante (corso forzoso)<sup>24</sup>, questo sarebbe diventato mera *convenzione sociale* in base alla quale lo accettiamo solo

---

<sup>23</sup> In particolare, per ARISTOTELE, *Politica*, I, 1257a, i primi commercianti iniziarono ad utilizzare per gli scambi oro e argento (moneta merce) come oggetti di scambio “sublimando” via via il loro valore intrinseco allorché cominciarono a circolare in forma di conio e le monete acquisirono valore, non tanto e non solo per il loro valore intrinseco, ma perché imposte per legge (ARISTOTELE, *Etica Nicomachea*, V.5 1133a2–1133b29). Tale teoria è stata poi ripresa e consolidata da John Locke (*Secondo trattato sul governo*, 1689) e Adam Smith (*La ricchezza delle nazioni*, 1776, Libro I, cap. IV, *Dell'origine e dell'uso della moneta*). Oggi, con le dovute eccezioni (vedi *infra*), è pressoché accettata in modo acritico ad ogni livello ed è alla base della definizione del denaro essenzialmente come «mezzo di scambio» adottata sia dalla dottrina (cfr. G.L. GRECO, *Valute virtuali cit.*, p. 61; G. GASPARRI, *Riflessioni cit.*) che dalle istituzioni. Anche Banca d'Italia, in un quaderno didattico rivolto alla scuola secondaria (*La moneta e gli strumenti di pagamento alternativi al contante*, su [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), 2018), propone un insegnamento rivolto ai più giovani secondo il quale il denaro è il mezzo di scambio che, con lo sviluppo del commercio, sostituisce via via il baratto.

<sup>24</sup> L'oro si trascina come asset depositato che giustifica l'emissione e la circolazione del denaro fino al 1944, quando, con gli accordi di Bretton Woods, le valute nazionali — tranne quella statunitense — abbandonano la convertibilità in oro (il *gold standard*). Tutte le valute vengono allora parametricate al dollaro USA, che rimane l'unico convertibile in oro. Anche gli Stati Uniti, però, cedettero alla tentazione di stampare più dollari di quanto oro avessero in deposito (esportando inflazione e creando sfiducia) e, nell'agosto del 1971, con il c.d. *Nixon Shock*, il Presidente abolì la convertibilità del dollaro in oro decretando la fine del sistema aureo e la nascita del sistema fluttuante dei cambi valutari (seguirono gli accordi multilaterali dello *Smithsonian Agreement* (dicembre 1971) con cui si rinegoziarono i tassi di cambio valutario). La garanzia del circolante non è più — se non in via residuale e al pari di qualsiasi altro asset — un tesoro aureo depositato da qualche parte, ma il capitale delle nazioni (demanio disponibile) e la loro aspettativa di crescita (potenzialità espansiva).

perché “così fan tutti” (teoria sociologica)<sup>25</sup>. La storia prosegue e termina con la dematerializzazione del contante, ovvero la sua espressione in forma scritturale, anche digitale, attraverso la necessaria introduzione del sistema bancario quale terzo intermediario delle transazioni le quali, non potendo avvenire *brevi-manu*, sono eseguite attraverso la regolare tenuta e riconciliazione di registri contabili.

Questa storia classica, apparentemente coerente e fattuale, non resiste invero alla critica moderna e va letteralmente capovolta. Ricorrendo a simulazioni matematiche, all’archeologia, all’antropologia culturale e alla sociologia<sup>26</sup> va riconosciuto che il denaro non termina con la sua forma scritturale, ma inizia con quella.

Si badi bene che, superare la storia classica del denaro, e in particolare l’idea per cui esso nascerebbe come graduale “sublimazione” del baratto, è passaggio necessario per relegare ai margini della nostra riflessione la rilevanza della *moneta-merce* e, in tempi più recenti, delle riserve auree degli Stati. Occorre insomma abbandonare ogni suggestione legata alla materialità del denaro e concentrare l’attenzione sul suo aspetto obbligatorio se si vuole comprendere la natura delle criptovalute e di tutte le loro future possibili declinazioni<sup>27</sup>.

## **7.1. CRITICA ALLA TRADIZIONE CLASSICA SULLE ORIGINI DEL DENARO.**

Le tribù nomadi primitive di cacciatori-raccoglitori praticavano un’economia basata sul dono e non sul baratto. Lo scambio sinallagmatico era senz’altro praticato, ma l’ossatura del

---

<sup>25</sup> In tal senso, per esempio, B. INZITARI, *La moneta*, in *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell’Economia*, CEDAM, 1983, p. 40.

<sup>26</sup> Tra coloro che rifiutano la tradizionale idea del baratto come origine del denaro e lo riconducono invece a pratiche sociali di gestione dei crediti per mezzo della scrittura e della rappresentazione ideale del credito nel supporto su cui è annotato, vedi: i lavori seminali di A. MITCHELL INNES, *citt.*; C. HUMPHREY, *Barter and Economic Disintegration*, in *Man*, New Series, Vol. 20, No. 1 1985, pp. 48-72; N. DODD, in *The Social Life of Money*, Princeton University Press, ed. 2016, pp. 17 e ss.; F. MARTIN, *Money: The Unauthorized Biography*, Vintage 2015; e soprattutto, D. GRAEBER, *Debt: The First 5,000 Years*, Melville House, 2013 (in particolare, Capitolo 2, *The Myth of Barter*); G. INGHAM, *The Nature of Money*, Polity 2004. Più sfumata è la posizione di J. WEATHERFORD, *The Story of Money*, Crown, 1998, secondo il quale il denaro non nascerebbe da baratto, ma dalla moneta-merce, attribuendo tuttavia a questa rilevanza nello scambio solo in forza del suo valore intrinseco e non come prova dell’esistenza di un credito e del diritto alla sua riscossione a favore del portatore.

<sup>27</sup> Come sarà illustrato nel prosieguo, il baratto, anche nella forma di moneta-merce, ha sempre avuto un ruolo molto marginale, se non addirittura rituale e simbolico. Anche laddove le monete avevano un effettivo *valore intrinseco*, il loro *valore facciale* era stabilito a priori in sede di conio e il loro *valore di scambio* è sempre stato stabilito dal mercato, ovvero dall’affidabilità e indebitamento dell’emittente.

sostentamento e sviluppo del gruppo era la condivisione delle risorse e la partecipazione al benessere comune secondo le capacità e possibilità di ciascuno. Senza voler connotare l'analisi di note politiche, può senza dubbio sostenersi che in principio era il "comunismo", nel senso più puro e autentico del termine<sup>28</sup>.

Solo con la formazione di gruppi stanziali a seguito della scoperta dell'agricoltura e della pastorizia, le tribù divennero villaggi e poi città, e l'economia del dono divenne necessariamente economia di mercato.

Laddove i membri della tribù si conoscevano l'un l'altro direttamente, o al massimo con uno o due gradi di separazione, e quindi la reputazione e capacità di ciascuno erano noti a tutti, con le città nasce anche il cittadino, individuo "sconosciuto", almeno sul piano sociale, che intesse le sue relazioni patrimoniali con gli altri membri della comunità sulla base di un *immediato equilibrio sostanziale* degli scambi e non in forza di una riconosciuta solvibilità. È il tempo in cui l'uomo neolitico comincia a far di conto e in cui nascono i primi rudimenti di scrittura. E questi sono, non a caso, registri contabili<sup>29</sup>.

Nel passaggio dal clan nomade di cacciatori-raccoglitori al villaggio, ovvero alla tribù stanziale di allevatori-agricoltori, è inimmaginabile che il dono sia stato via via soppiantato dal baratto, ovvero dallo *scambio concomitante* di beni e servizi. Il baratto, infatti, è pressoché impraticabile anche solo tra poche decine di individui in quanto richiede che ricorrano al tempo stesso molte circostanze: doppia coincidenza dei bisogni (entrambe le parti devono possedere ciò che l'altra desidera); misura comune del valore (riconoscimento concorde del valore dei rispettivi beni scambiati); coincidenza delle quantità (il valore dei beni indivisibili oggetto di scambio, per esempio un animale, devono essere omogeni), relativa indeperibilità dei beni (i beni scambiati,

---

<sup>28</sup> In proposito, K. MARX, *Manoscritti economico-filosofici del 1844*, Einaudi ed. 1975, in cui l'Autore critica il denaro e la proprietà privata come fattori che creano disconnessione tra gli individui e la loro umanità generando alienazione e disuguaglianza (in particolare, terzo manoscritto, in *Il potere del denaro nella società borghese*, pp. 159 ss.). Si veda poi l'opera seminale di L.H. MORGAN, *Ancient Society*, 1877, in cui l'autore analizza la struttura e dinamica della società irochese e la proprietà collettiva delle risorse da loro praticata; F. ENGELS, *L'origine della famiglia, della proprietà privata e dello Stato*, 1884, opera fortemente influenzata dal lavoro di Morgan in cui l'autore elabora il concetto di "comunismo primitivo"; K. MARX e F. ENGELS, *La sacra famiglia* (1845); M. SAHLINS, *Stone Age Economics*, 1972 che elabora il concetto di "società dell'abbondanza originaria", ovvero società che, pur vivendo con poche risorse, praticavano una forma di uguaglianza economica e sociale; infine, e soprattutto, D. GRAEBER, *Debito cit.*, in cui l'Autore esplora le forme di organizzazione economica nelle società pre-monetarie. Tutti gli Autori citati condividono l'idea che nelle società di cacciatori-raccoglitori le risorse venivano distribuite in modo collettivo e vi fosse una forma di comunismo, seppur primitivo e diverso dal comunismo inteso in senso moderno.

<sup>29</sup> I primi esempi di scrittura risalgono al IV millennio a.C.. Si tratta di tavolette di argilla in scrittura cuneiforme (sumero) contenenti documenti economici rinvenute presso l'antica città di Uruk, nel sud della Mesopotamia. Altri ritrovamenti in tutto il mondo anche in epoche precedenti (es.: Tavoletta di Kish, Iraq, 3.500 a.C.), confermano che la scrittura nasce innanzi tutto come mero esercizio contabile.

se deperibili, incidono sul valore dello scambio in funzione del tempo in cui questo avviene); i beni oggetto di scambio, infine, non consentono l'accumulo di valore rendendo incerta la prospettiva di un baratto futuro e instabile la pianificazione di una economia basata su di esso. Fu quindi intuitivo, fin dalle origini del commercio, far ricorso ad una forma di annotazione di crediti e debiti non appena nozioni elementari di scrittura e matematica fossero a disposizione. Con la formazione di società complesse, pertanto, nulla impedì ai primi commercianti di adottare una soluzione con *scambi differiti*, anche eseguiti l'uno a distanza di molto tempo dall'altro, attraverso una qualche forma primitiva di contabilità<sup>30</sup>.

A fianco delle annotazioni contabili, potevano ancora trovare uno spazio residuo il baratto o lo scambio di *moneta-merce*. Ma si trattava comunque di forme via via soppiantate dagli scambi differiti con annotazione del debito su un registro opportunamente mantenuto da una autorità che poi avrebbe provveduto, alla scadenza, a sovrintendere l'adempimento delle partite in dare e avere.

È fisiologico che tali annotazioni di merci eterogenee abbiano generato nella pratica quotidiana un *minimo comun denominatore* che oggi chiamiamo «*valuta*»<sup>31</sup>.

Altrettanto fisiologico è il fatto che le partite *in dare*, ad un certo punto, siano state espunte dal registro e incorporate su supporti durevoli e inalterabili in modo da circolare come veri e propri *titoli al portatore*, e quindi assoggettando il credito (le partite *in avere*) alla possibilità di cessione con il trasferimento di tali supporti in modo da poter compensare debiti diversi da quello originale con il mutamento soggettivo del creditore. Le annotazioni di debito, insomma, cominciarono a circolare con le forme della *traditio brevi manu*<sup>32</sup>, ovvero con il passaggio di

---

<sup>30</sup> Vedi D. GRAEBER, *Debito cit.*, pp. 21-41.

<sup>31</sup> Se per ipotesi si fossero scambiati datteri con orzo, si sarebbe dovuto non solo tener conto dei loro diversi tempi di maturazione, il che imponeva già di per sé una qualche annotazione, ma anche del *rapporto di valore* tra i due prodotti. Tale rapporto poteva essere determinato anche per relazione a precedenti scambi; per esempio, quale rapporto lega le ceste di datteri con le giare di vino, e quale tra giare di vino e sacchi d'orzo? Consultando il registro delle transazioni, e affidandosi ai reciproci valori di scambio in esso annotati, è naturale l'individuazione di un comune denominatore di tutte le transazioni, per esempio la «*cesta di datteri*», con cui definire il valore di ciascun prodotto o servizio (una giara di vino vale dieci ceste di datteri, un sacco d'orzo vale cinque ceste di datteri, ecc.), e così nacquero in tutto il mondo le valute. Del concetto di valuta, sebbene considerato alla stessa stregua del concetto di denaro, già Aristotele aveva colto la commensurabilità di ogni scambio resa possibile dalla individuazione di un bene simbolico il cui valore può essere assunto come minimo comun denominatore del valore di ogni altro bene o servizio (*Etica Nicomachea*, V, 1133).

<sup>32</sup> La *traditio* può addirittura essere simbolica. Un esempio emblematico sono le enormi pietre (*Rai*) dell'isola di Yap le cui dimensioni non consentono il trasporto, ma la cui proprietà cionondimeno è soggetta a trasferimento consensuale (C.L. GILLILAND, *The Stone Money of Yap: A Numismatic Survey*, Smithsonian, 1975; studio poi ripreso da F. MARTIN, *Money cit.*; D. GRAEBER, *Debt: The First 5,000 Years cit.*).

proprietà del supporto in cui erano annotate<sup>33</sup>.

Il credito diventa quindi *titolo al portatore*. Tale astrazione, ovvero la concezione di un bene fisico (titolo in senso stretto) come rappresentazione ideale di un rapporto personale di credito, è una vera e propria *invenzione sociale*<sup>34</sup> che compare immediatamente agli albori dell'economia di mercato soppiantando quella del dono.

## 7.2. TRANSIZIONI VERTICALI.

Sebbene le annotazioni sul registro potevano per lo più riguardare rapporti tra privati, esse potevano anche riguardare rapporti economici tra cittadini e sovrano. E la differenza è sostanziale. Infatti, mentre le prime (*transazioni orizzontali*) sono all'origine dell'invenzione della cambiale, le seconde (*transazioni verticali*) sono all'origine dell'invenzione del denaro. Questa ultime, cioè, si innestano in un rapporto non tra pari, ma tra colui che esercita nell'interesse collettivo un potere coercitivo di riscossione fiscale (tasse e imposte) e distribuzione della ricchezza (opere e servizi pubblici) e, dall'altro lato, tutti coloro che a quel potere sono sottoposti, per scelta o costrizione.

Le transazioni verticali, quindi, attengono ai rapporti pubblico-privato e, come le transazioni orizzontali, generano rapporti di credito-debito soggetti a incorporazione in titoli per facilitarne la circolazione e per distribuire gli oneri pubblici su tutta la collettività.

Un esempio può aiutare a fare chiarezza.

Se un sovrano vuole erigere una palizzata per evitare le scorribande dai villaggi vicini, o se vuole rinforzare gli argini del fiume per proteggere i campi dalla prossima piena, è naturale che scelga tra i suoi cittadini coloro che hanno le necessarie risorse e competenze commissionandogli l'esecuzione dell'opera e pagando con annotazioni di credito sul *registro delle transazioni verticali* da poter compensare con l'obbligo di pagamento delle imposte.

Vien da sé che tali partite di “debito verticale”, esattamente come quelle tra privati, sono

---

<sup>33</sup> Annotazioni di debito “reificate” sono note agli storici come *single tally stick* e *split tally stick*. Altro non sono che una forma rudimentale di denaro contante emesso su base fiduciaria. Essi cioè costituiscono la prova di un'obbligazione (di valuta) che il creditore (possessore) può soddisfare cedendo il *tally stick*. Gli *split tally stick* sono formati da due metà di cui una, conservata presso un'autorità, comprova l'autenticità dell'altra con cui combacia (es.: venature del legno, profilo di frattura di tavolette). Esistono esempi vari di *tally stick*, anche in tempi relativamente recenti. Il caso più antico noto è l'Osso di Ishango ritrovato in Africa centrale (tra il 20.000 e il 18.000 a.C.). Ma ci sono ritrovamenti che suggeriscono la loro origine anche in epoche precedenti (es.: l'Osso di Lupo, ritrovato in Cecoslovacchia e datato nel 28.000 a.C.). In tempi recenti, si rinviene l'uso di *split tally stick* (*Exchequer*) nell'Inghilterra di Enrico I (dal XII al XIX Sec. d.C.).

<sup>34</sup> L'espressione è di F. MARTIN, *Money cit.*

espunte dal registro, e anzi sono coniate direttamente come scrittura contabile su supporto durevole (moneta) e quindi idonee a circolare come *titoli di credito* (titoli di debito pubblico), spendibili anche meglio di ogni altro *titolo di credito orizzontale* poiché assistiti da un obbligo di accettazione imposto con forza di legge (*corso legale*).

I titoli di credito verticale, ovvero il contante, tornano poi nella disponibilità del sovrano con l'assolvimento degli obblighi fiscali. In questo modo egli ha distribuito l'onere costruttivo dell'opera pubblica sulle spalle di tutti i cittadini, ha arricchito la sua nazione con una nuova infrastruttura e può distruggere i titoli emessi per il suo pagamento o riutilizzarli in un nuovo ciclo di sviluppo sociale (nuove opere o servizi pubblici)<sup>35</sup>.

Il denaro contante non nasce quindi come evoluzione della *moneta-merce*, come vorrebbe il racconto classico, ma come denaro scritturale di un credito verticale che viene incorporato in un supporto fisico e per ciò diventa titolo<sup>36</sup>, e in particolare titolo di credito al portatore di un debito che grava sull'intera comunità, che non ha scadenza e che per legge non può essere rifiutato come mezzo di pagamento sia nei rapporti tra privati che nei rapporti con l'autorità. In tale prospettiva, il contante non deve necessariamente avere un valore intrinseco come la moneta-merce, né deve essere limitato *a priori* nell'emissione, pena l'irrigidimento del mercato e il "soffocamento" del potenziale sviluppo economico. Esso deve invece essere libero nell'emissione, pur tuttavia tenendo conto che il suo valore marginale varia in funzione non solo della credibilità (solvibilità) del debitore (cioè tipicamente dello Stato che ha il monopolio valutario<sup>37</sup>), ma anche del montante in circolazione, ovvero dall'indebitamento totale assunto dall'emittente.

---

<sup>35</sup> Almeno fino al Basso Medioevo la concezione dello Stato è sempre stata arcaica. Tutto appartiene al sovrano, compresi i sudditi. Non esisteva quindi alcuna nozione di debito pubblico in senso moderno e il sovrano, di fatto, finanziava le opere e le campagne militari ricorrendo al suo patrimonio personale o indebitandosi con privati. Ma anche in questa prospettiva, si potevano distinguere le transazioni verticali come rapporti aventi uno status particolare (verticale per l'appunto) in quanto soggette ad un ciclo di compensazione che si chiude con il pagamento delle imposte e perché si trattava pur sempre di debito garantito dal patrimonio del re.

<sup>36</sup> *Contra*, espressamente, vedi L. FARENGA, *La moneta cit.*, p. 39, per il quale la carta moneta avrebbe perso la natura di titolo di credito in quanto essa non incorpora più alcun diritto alla convertibilità in oro. Invero, il venir meno del *gold standard* non implica che non permanga una obbligazione dell'emittente, ma solo che il circolante non è interamente garantito (collateralizzato) dalle riserve auree di Fort Knox. Il contante, quindi, è e resta titolo.

<sup>37</sup> Il monopolio valutario è stato spesso invocato, soprattutto al livello politico e giornalistico, per sostenere l'illegittimità dell'emissione delle criptovalute (vedi in nota 52 a proposito del progetto Libra). Invero, il monopolio statale è solo quello relativo alla valuta di adozione. Nulla impedisce a chiunque di adottare una propria valuta, cioè di emettere titoli di credito denominati in una divisa di fantasia. Il problema, semmai, è che in pochi sarebbero disposti ad accettare una valuta privata, se non in ristretti circoli di tipo associativo ed esclusivo (come, ad esempio, il circuito Sardex e altre monete complementari).

## 8. DENARO CONTANTE, DENARO SCRITTURALE E DENARO IN SÉ.

Alla luce di una rinnovata idea sulle origini del denaro, si può ora riprendere il ragionamento interrotto alla fine del § 0 analizzando in modo più approfondito le differenze tra contante (in senso stretto) e denaro scritturale.

Il contante è un *titolo di credito astratto e assoluto*<sup>38</sup>. Esso, infatti, è privo di termine, non è nominativo (*al portatore*), non è soggetto ad eccezioni personali e ha *corso legale*. Può cioè, a differenza di qualsiasi altro titolo di credito, essere fatto valere contro chiunque e in qualunque tempo come mezzo solutorio di obbligazioni, quantomeno per i rapporti regolati dalla legge dello Stato emittente, senza che si possano opporre vicende attinenti al *rapporto di provvista* che ha dato origine all'emissione del titolo<sup>39</sup>.

Infine, il contante è un titolo di credito che potremmo definire “*a incorporazione perfetta*”. Esso, infatti, non solo rappresenta un diritto, *ma è quel diritto*<sup>40</sup>. La perdita o distruzione di una banconota equivale ad eguale impoverimento del suo possessore. Non esiste alcun procedimento di ammortamento per riottenere dall'emittente una eguale banconota o altri pezzi monetari per pari importo, anche se si dimostrasse l'incolpevole perdita o distruzione.

---

<sup>38</sup> Il termine «titolo» è qui inteso come sinonimo di *documento che incorpora una posizione giuridica soggettiva*. Sul punto, e segnatamente sugli altri significati che il termine assume nel nostro ordinamento, mi permetto di rinviare a F. RAMPONE, *NFT e token crittografici in chiave civilistica: dal documento informatico agli atomi digitali*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2023, p. 19, nota 41.

<sup>39</sup> Art. 1227 c.c.: «*I debiti pecuniari si estinguono con moneta avente corso legale nello Stato al tempo del pagamento e per il suo valore nominale*»; art. 693 c.p.: «*Chiunque rifiuta di ricevere, per il loro valore, monete aventi corso legale nello Stato, è punito con la sanzione amministrativa fino a euro 30*».

<sup>40</sup> Il carattere *perfetto* dell'incorporazione del diritto nel documento si riscontra, per esempio, nel fatto che mentre la moneta bancaria è un fenomeno obbligatorio, la moneta legale è considerata, quanto all'effetto liberatorio, come una vera e propria «*res*» e, pertanto, soggetta al regime dei diritti reali (G.F. CAMPOBASSO, *Bancogiro cit.*, pp. 3 e ss.). In tale prospettiva, mentre il pagamento a mezzo assegno e il bonifico bancari sono delegazioni di pagamento rivolte alla banca trattaria (sebbene con caratteri atipici rispetto allo schema dell'art. 1268), la dazione di pezzi monetari costituisce per dottrina prevalente un vero e proprio trasferimento di beni particolari (monete e banconote) di per sé idoneo a soddisfare il diritto del creditore (*ex multis*, T. ASCARELLI, *Obbligazioni cit.*, p. 64, nota 1 e p. 70; IDEM, *La moneta. Considerazioni di diritto privato*, Cedam, Padova, 1928, p. 10; L. FARENGA, *La moneta cit.*, p. 64; G.L. GRECO, *Valute virtuali cit.*, p. 91). Invero, tale ricostruzione “materialista” dei pagamenti in moneta legale finisce per oscurare il fatto che il pezzo monetario è comunque non tanto una *cosa*, ma un *titolo*, ovvero un documento che incorpora un credito (pubblico, perché assistito dal corso legale) la cui cessione avviene *pro soluto*. Ciò è dimostrato dal fatto che i crediti generano interessi *ex art. 1282 c.c.*, il debitore, cioè, non deve consegnare al creditore una quantità determinata nel numero, ma qualcosa di valore corrispondente e maggiore del debito contabile originario. Ancorché la «*cosa*» e il «*credito*», nei pezzi monetari, sono un tutt'uno inscindibile, è in forza del credito e non della cosa che il creditore accetta il pagamento in denaro contante o scritturale.

Diversamente, il denaro scritturale è un credito personale verso il depositario. Esso è obbligatoriamente convertibile in contante, ma resta pur sempre un credito nascente da una *transazione orizzontale* laddove, diversamente, il contante è un titolo che rappresenta un *rapporto verticale* diretto tra autorità emittente e portatore.

Il denaro scritturale (ovvero il denaro bancario e la moneta elettronica) non ha quindi nessuno dei caratteri propri del denaro contante: è credito relativo e personale (lo può vantare solo il titolare del conto e solo contro la banca depositaria), non è incorporato in un titolo (documento) e quindi circola solo con le forme comuni della cessione del credito oppure viene risolto attraverso la delegazione di pagamento. La sua spendita verso un terzo creditore, infine, non è soggetta ad alcun dovere di accettazione in quanto la moneta bancaria non ha corso legale<sup>41</sup>.

Ad ogni modo, a prescindere dalla forma assunta, come già accennato al precedente § **Errore. L'origine riferimento non è stata trovata.**, denaro contante e denaro scritturale sono due modalità diverse di un medesimo fenomeno, ovvero due modi di conservare traccia del proprio credito valutario e di annotare in modo sicuro le sue vicende successive.

Mentre il denaro contante consente al possessore (il portatore, fino a prova contraria) di cedere il credito con un semplice *atto di scambio*, il denaro scritturale può circolare solo con l'intervento di un soggetto terzo fiduciario che provvede all'aggiornamento delle annotazioni in dare e avere per ogni ordine di pagamento disposto dal creditore/depositante.

Per altro verso, alla base del denaro contante c'è un *rapporto reale*, e quindi assoluto, tra portatore e titolo. Ciò ha riflesso sotto il profilo obbligatorio poiché colui che ha il possesso del pezzo monetario è anche il titolare del credito in esso incorporato, almeno fino a prova contraria. E parimenti assoluto è tale credito, proprio in forza del corso legale.

Alla base del denaro scritturale, invece, c'è un *rapporto personale* tra depositante (titolare del credito) e depositario (banca), per cui quest'ultimo provvede ad eseguire gli ordini di disposizione del credito in nome e per conto del depositante o a convertire, a sua richiesta, il denaro scritturale in denaro contante. Inoltre, giacché il denaro scritturale è un diritto relativo, non ha carattere assoluto come il credito del denaro contante, non è cioè assistito dal dovere di accettazione di cui all'art. 1277 c.c..

Definizione normativa di denaro (cenni).

---

<sup>41</sup> Nella pratica del commercio vi è tuttavia una sostanziale equiparazione ai fini liberatori del denaro scritturale con il denaro contante che va leva sugli usi consolidati, l'abuso del diritto del creditore e il legittimo affidamento del debitore. Cfr. Cass. S.U., 18 dicembre 2007, n. 26617, con nota di G. LEMME, *La rivoluzione copernicana della Cassazione: la moneta legale, dunque, non coincide con la moneta fisica*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, n. 5, 2008, pp. 553 ss..

Conclusivamente, il «denaro», indipendentemente dalla modalità in cui si manifesta e circola, è un diritto di credito cui corrisponde un debito pubblico e che chiamiamo «contante» se è incorporato in un documento emesso dall'autorità che ha il monopolio valutario, e che chiamiamo *saldo di conto* o *saldo di giacenza* se è annotato presso un terzo fiduciario (banca o IMEL).

Nel primo caso (contante), il diritto di credito è espresso in un titolo a incorporazione perfetta poiché non prevede alcuna procedura di ammortamento in caso di perdita o distruzione e, ancorché consista in un credito, ovvero un tipico *diritto relativo*, assume invero la connotazione di *diritto assoluto* giacché può essere fatto valere verso chiunque in forza del suo corso legale.

Nel secondo caso (denaro scritturale), il diritto di credito è un *diritto personale* che può essere fatto valere solo verso il depositario<sup>42</sup> e può essere a certe condizioni rifiutato come mezzo solutorio. Il credito circola senza incorporazione in un titolo, ma attraverso le regole generali della cessione del credito.

Quale sia la forma che assume il denaro, contante o scritturale, esso è assai diverso da tutte le criptovalute in circolazione, siano esse di tipo bitcoin o di tipo tether.

### **8.1. DEFINIZIONE NORMATIVA DI DENARO (CENNI).**

Conclusivamente, il «denaro», indipendentemente dalla modalità in cui si manifesta e circola, è un diritto di credito cui corrisponde un debito pubblico e che chiamiamo «contante» se è incorporato in un documento emesso dall'autorità che ha il monopolio valutario, e che chiamiamo *saldo di conto* o *saldo di giacenza* se è annotato presso un terzo fiduciario (banca o IMEL).

Nel primo caso (contante), il diritto di credito è espresso in un titolo a incorporazione perfetta poiché non prevede alcuna procedura di ammortamento in caso di perdita o distruzione e, ancorché consista in un credito, ovvero un tipico *diritto relativo*, assume invero la connotazione di *diritto assoluto* giacché può essere fatto valere verso chiunque in forza del suo corso legale.

Nel secondo caso (denaro scritturale), il diritto di credito è un *diritto personale* che può essere fatto valere solo verso il depositario<sup>43</sup> e può essere a certe condizioni rifiutato come mezzo

---

<sup>42</sup> Cass. S.U. 4 giugno 2010, n. 13658. Conforme Cass. civ. 30 settembre 2014, n. 20643, secondo la quale il rifiuto del creditore di accettare in pagamento un assegno bancario può trovare giustificazione nell'incertezza circa la provenienza dei titoli e nella difficoltà di verificarne la copertura.

<sup>43</sup> Cass. S.U. 4 giugno 2010, n. 13658. Conforme Cass. civ. 30 settembre 2014, n. 20643, secondo la quale il rifiuto del creditore di accettare in pagamento un assegno bancario può trovare giustificazione nell'incertezza circa la provenienza dei titoli e nella difficoltà di verificarne la copertura.

solutorio. Il credito circola senza incorporazione in un titolo, ma attraverso le regole generali della cessione del credito.

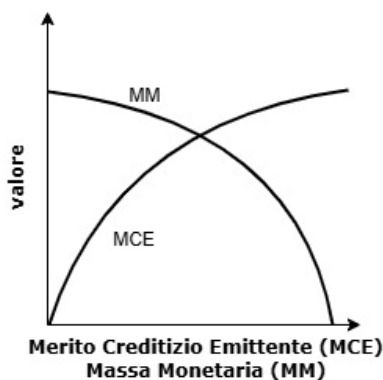
Quale sia la forma che assume il denaro, contante o scritturale, esso è assai diverso da tutte le criptovalute in circolazione, siano esse di tipo bitcoin o di tipo tether.

## 9. DENARO E CRIPTOVALUTE.

Come accennato al § **Errore. L'origine riferimento non è stata trovata.**, il denaro viene apprezzato in base al merito creditizio dello Stato emittente che, a sua volta, dipende da due variabili: affidabilità (capacità produttiva e propensione ad onorare gli impegni, fattori che si risolvono spesso nella stabilità politica) e misura della sua esposizione debitoria (monte monetario emesso).

Tanto più l'emittente è affidabile, tanto più i suoi pezzi monetari sono accettati come mezzo di pagamento. Al contrario, tanto più l'emittente è esposto, ha cioè emesso pezzi monetari per un ammontare elevato, tanto più questi saranno rifiutati come mezzo di scambio per beni e servizi.

Quanto sopra può essere rappresentato su un piano cartesiano.



In fig. 1 si vede che tanto più è alta l'affidabilità dell'emittente (perché la sua economia cresce, le sue istituzioni sono solide, il suo esercito è forte, ecc.), tanto più è alto anche il valore della sua moneta, essa è cioè più facilmente accettata come mezzo di pagamento rispetto ad altre monete. Di contro, sul piano è rappresentato anche il rapporto tra massa monetaria e valore per cui tanto più l'emittente batte moneta – ovvero si indebita – tanto meno

è credibile che possa fare fronte ai suoi obblighi di pagamento e il valore della sua moneta cala, essa diventa cioè meno appetibile, soprattutto negli scambi internazionali.

Naturalmente il valore muta in ragione anche di elementi contingenti esterni. L'affidabilità di

Figura 1

un debitore, infatti, dipende anche da innumerevoli fattori ingovernabili e imprevedibili, come una catastrofe naturale,

che lo possono rendere improvvisamente, e suo malgrado, poco solvente. Si tratta peraltro di affidabilità percepita e non reale, e quindi condizionata anche da condizionamenti psicologici e imponderabili.

Ciò posto, il valore del denaro, ovvero il *valore di scambio* della singola unità valutaria (cioè la

quantità di beni, servizi e altre valute che con tale unità si possono acquistare – valore diverso dal *valore facciale* che rimane immutato e dal *valore intrinseco* del supporto che è irrilevante) cade nel punto di intersezione della curva dell'affidabilità con quella della quantità di circolante (fig. 2).

A questo punto è facile cogliere la radicale differenza tra le criptovalute tipo bitcoin e le valute ufficiali, tipo euro. Le prime, a differenza delle seconde, non hanno un emittente e il loro valore dipende solo dal monte valutario, ovvero dalla quantità attuale e futura di circolante che, se vincolata dal protocollo informatico, può essere intrinsecamente scarsa. Il bitcoin, insomma, non è un titolo, non rappresenta cioè alcun credito, né incorpora altra obbligazione di un emittente e non è quindi equiparabile al denaro. Esso è “oro digitale”, è cioè un asset scarso e che ha valore di mercato solo in ragione di tale scarsità. Per questo motivo esso non può assumere la connotazione di *stablecoin*, come generalmente intesa, non essendo il suo valore ancorato ad alcun meccanismo di stabilizzazione<sup>44</sup>.

Ma con il termine «criptovaluta» non intendiamo solo bitcoin e criptovalute simili, ma anche altri token che a differenza delle prime hanno un emittente e un contenuto di carattere obbligatorio e che quindi, in certe condizioni, possono considerarsi *stablecoin*, come ethereum, tether, e binance, che incorporano cioè un qualche diritto di credito, o altra posizione giuridica soggettiva, a favore del portatore<sup>45</sup>. È proprio su queste criptovalute che più deve puntare l'attenzione dell'interprete per il lavoro qualificatorio che è chiamato a svolgere ai sensi dell'art. 17.1.) MiCAR.

Esistono quindi due tipi di criptovalute, comunemente dette: quelle che potremmo definire “non titolate”, che non hanno alcun contenuto, o che al massimo hanno un contenuto

---

<sup>44</sup> Al valore di una criptovaluta non titolata possono ovviamente concorrere anche altri fattori non quantitativi di carattere virale (vedi, tra i tanti, il caso Dogecoin che evoca leggerezza e divertimento ed è stata “sponsorizzata” da celebrità varie e soprattutto da Elon Musk che l'ha definita «la criptovaluta del popolo», alimentando hype e speculazione). Peraltro, non può escludersi che dopo l'ultima emissione algoritmica di bitcoin, il suo valore sia più propenso a stabilizzarsi, e anzi diventare addirittura più stabile delle valute nazionali per via della sua intrinseca scarsità.

<sup>45</sup> L'ether (ETH) consente l'utilizzo della rete Ethereum per l'esecuzione di smart contract, per la validazione a mezzo staking e per l'accesso ad applicazioni decentralizzate. Il portatore di ETH, pur avendo tali diritti, non è proprietario di una quota dell'infrastruttura, ma ha solo un rapporto personale (obbligatorio) con la Ethereum Foundation, pur avendo il diritto in parte di partecipare ad una governance “minore” on-chain. Discorso simile vale per il Ripple (XRP) che consente il trasferimento di valore (diritti di credito) tra i partecipanti, soprattutto banche e istituzioni finanziarie. Come per Ethereum, anche Ripple istituisce un rapporto obbligatorio tra l'emittente, la Ripple Labs, Inc., e il portatore dell'XRP. Giacché sia ETH che XRP hanno come funzione principale quella di regolare partite di credito-debito tra i partecipanti, sono comunemente definite “criptovalute”.

meramente espressivo, narrativo o reale<sup>46</sup>; e quelle che potremmo definire “titolate”, che hanno un contenuto di tipo promissorio-obbligatorio il cui valore, quindi, dipende non solo dalla scarsità di emissione, ma anche dall’affidabilità dell’emittente.

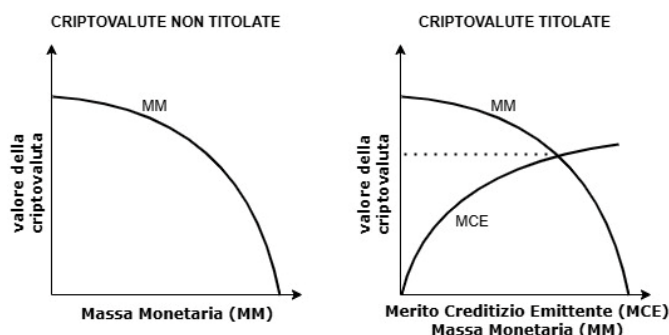


Figura 2

## 10. CRIPTOVALUTE E MiCAR.

In un modo o nell’altro, una criptovaluta è disciplinata dal MiCAR oppure ricade nella nozione di strumento finanziario e, quindi, indipendentemente dall’aver forma tokenizzata, essere soggetta alla relativa disciplina del TUF<sup>47</sup>.

Infatti, nei termini appena descritti nel precedente paragrafo, la criptovaluta “non titolata” ricade nella nozione di «cripto-attività diversa dai token collegati ad attività o dai token di moneta elettronica» di cui al Titolo II MiCAR (c.d. *Other Than Token – OTT*). La criptovaluta “titolata”, invece, può sia essere qualificata come OTT – si pensi agli utility token – oppure essere collegata ad un asset sottostante e, quindi, ricadere nella nozione di «cripto-attività collegata ad

<sup>46</sup> Il contenuto è espressivo, se il token riproduce un’opera dell’ingegno. Il contenuto è narrativo se il token contiene una dichiarazione di scienza. Il contenuto del token è reale se il token rappresenta un asset virtuale come, ad esempio, un appezzamento di land nel metaverso o un articolo di abbigliamento (*wearable NFT*). Sulla categorizzazione dei token (non criptovalutari) in base al loro contenuto, mi permetto ancora di rinviare a F. RAMPONE, *NFT e token crittografici cit.*, § 10.

<sup>47</sup> Non è sempre agevole distinguere tra ART e strumenti finanziari. Per esempio, gli ETH potrebbero qualificarsi come OTT giacché hanno il fine di acquistare un servizio, ma sono senz’altro impiegati anche per fini speculativi e sono molto influenzati dall’andamento del bitcoin e, per tale ragione, sarebbero più simili ad uno strumento finanziario (ovvero un contratto di opzione per prestazione di servizi) seppur non ricadono in alcun asset di cui alla sezione C, allegato 1, MiFID II. Per qualche indicazione di massima, seppure con modesti risultati, v. ESMA, *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of cryptoassets as financial instruments*, 17 dicembre 2024. Per un più recente approfondimento, v. F. ANNUNZIATA, *I DLT financial instruments cit.*, soprattutto pp. 884-885 in cui l’Autore offre un’utile panoramica ricca di spunti di riflessione su questioni irrisolte in tema di applicazione concorrente tra MiFID II, Pilot Regime, Decreto Fintech e MiCAR e sottolinea le divergenze interpretative della MiFID II e del MiCAR nei Paesi unionali (pp. 887-889).

attività» di cui al Titolo III del MiCAR (c.d. *Asset-Referenced Token – ART*), sempreché miri a mantenere un valore stabile; sarà altrimenti qualificabile come strumento finanziario.

### 10.1. STABLECOIN COLLATERALIZZATE E ALGORITMICHE.

Le stablecoin mantengono il valore stabile attraverso l'attenta composizione e variazione del paniere sottostante costituito da asset *off-chain* (es.: depositi bancari) e/o *on-chain* (cripto-attività di vario genere).

Per esempio, il tether (listato come USDT) è la stablecoin più nota e più diffusa e ha come sottostante un paniere composto da una quota maggioritaria di depositi bancari in dollari USA e il restante paniere in titoli del Tesoro USA e altri strumenti a breve termine in modo da mantenere un ancoraggio di 1:1 con il dollaro USA. Per tale ragione, il tether rientra sicuramente nella nozione di ART.

Nella pratica del mercato, tuttavia, sono state introdotte anche un'altra tipologia di stablecoin che non hanno un sottostante, sono emesse cioè senza riserve reali e mirano a stabilizzare il loro valore solo attraverso l'esecuzione continua di algoritmi di acquisto e vendita (*burn e mint* di token) che regolano automaticamente l'inflazione e deflazione dell'offerta.

Un esempio di tale tipologia di *stablecoin* è stato terraUSD (UST) nota per essere collassata nel 2022 con una perdita capitale di decine di miliardi di dollari. La stabilizzazione algoritmica, infatti, da sola non può garantire il mantenimento del valore poiché si innesta un meccanismo a spirale per cui le vendite non possono essere compensate dagli acquisti (lo scrivente non può tuttavia escludere che un qualche altro tipo di algoritmo, magari associato anche ad asset e comunità dell'economia reale, si riveli in futuro assai più stabile di quanto abbia dimostrato UST).

Per tali ragioni, le stablecoin algoritmiche, a dispetto del nome, non possono davvero considerarsi stabili, almeno non tanto quanto le stablecoin collateralizzate tipo tether. Né possono essere considerate ART o addirittura soggette alla disciplina del regolamento MiCA giacché hanno la caratteristica di essere altamente speculative e, quindi, ricadere con tutta probabilità nella nozione di strumento finanziario con conseguente applicazione della relativa regolamentazione<sup>48</sup>.

---

<sup>48</sup> La *Bank for International Settlements* (BIS) ha pubblicato il 9 aprile 2024 il risultato di una ricerca (*FSI Insights on Policy Implementation no. 57*, frutto del lavoro del *Financial Stability Institute*) che approfondisce l'evoluzione normativa per gli emittenti di stablecoin e aprendo più dubbi che certezze auspicando una loro futura e specifica regolamentazione. Accogliendo l'invito, negli USA è stato promulgato il 18 luglio 2025 il c.d. *Genius Act* (*Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act of 2025*, Senate Bill

## 10.2. MONETA ELETTRONICA, EURO DIGITALE E TOKEN DI MONETA ELETTRONICA.

La moneta elettronica (ME) è stata normativamente definita e disciplinata per la prima volta dalla direttiva 2000/46/CE e poi rivisitata qualche anno dopo dalla direttiva 2009/110/CE (la c.d. *Electronic Money Directive 2* – EMD2). Le due direttive rappresentano il tentativo fallito di creare vero e proprio contante digitale. Fallimento inevitabile giacché, al tempo della loro adozione non esisteva la tecnologia a registri distribuiti che consente di creare asset digitali scarsi, e cioè: durevoli, rivali, induplicabili, infalsificabili e storicizzati; in una sola parola: “unici”, come lo sono le banconote, e come tali idonei ad essere supporti (digitali) per l’incorporazione di porzioni di debito pubblico.

Eppure, lo stesso legislatore europeo già nella prima delle due direttive ammetteva che la ME è il «*surrogato elettronico di monete metalliche e banconote*» (cons. 3). Ma a bene vedere, la ME è sempre stata – ed è tutt’oggi – il surrogato della *moneta bancaria*. Il depositario non si chiama banca, ma Istituto di Moneta Elettronica (IMEL) o Istituto di Pagamento (IP), e il credito dell’utente non si chiama deposito, ma giacenza<sup>49</sup>. Un surrogato del contante potrebbe configurarsi solo laddove il credito valutario fosse registrato su un dispositivo in possesso dell’utente<sup>50</sup>. Il dispositivo, invece, è solo il mezzo – tipicamente una card plastificata – con cui il creditore

---

1582, 119th Congress) nel quale sono definite le «*Payment Stablecoin*» come «(A) a digital asset (i) that is or is designed to be used as a means of payment or settlement; and (ii) the issuer of which: (I) is obligated to convert, redeem, or repurchase for a fixed amount of monetary value; and (II) represents it will maintain or creates the reasonable expectation that it will maintain a stable value relative to the value of a fixed amount of monetary value; and (B) that is not (i) a national currency; or (ii) a security issued by an investment company registered under section 8(a) of the Investment Company Act of 1940». Una definizione piuttosto contorta, ma non più di quella europea di «*criptovaluta*» della direttiva (UE) 2018/843, riportata al precedente § 3 e di quella dell’agosto del 2025 della *Hong Kong Monetary Authority (Stablecoins Ordinance, Cap. 656, section 3* – in [www.elegislation.gov.hk/](http://www.elegislation.gov.hk/)).

<sup>49</sup> Tale soluzione linguistica consente di evitare l’applicazione dell’art. 11 TUB (come lo stesso articolo chiarisce espressamente al comma 2-bis) che riserva solo alle banche la raccolta del risparmio, compreso l’obbligo di corresponsione di interessi al depositante (*ex art. 1282 c.c.*), al quale, però, da un lato possono essere applicate commissioni e, dall’altro, è escluso dai frutti per interessi che generano i suoi fondi in deposito che l’IMEL deve investire, sebbene in modo prudentiale.

<sup>50</sup> Nell’impostazione della direttiva del 2000 la ME è memorizzata «*su un dispositivo elettronico, come una carta a microprocessore o una memoria di elaboratore*». Essa è quindi un’informazione evidentemente relativa ad un importo valutario nella diretta disponibilità del possessore del «*dispositivo elettronico*». Con la direttiva del 2009 tutto cambia e all’art. 2 la ME è definita come «*il valore monetario memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, rappresentato da un credito nei confronti dell’emittente*». La ME non è più quindi un dispositivo (un’informazione memorizzata su un dispositivo), ma è un diritto di credito verso il depositario.

può operare sul suo conto di pagamento per effettuare disposizioni e compiere altre operazioni.

A differenza della ME, le criptovalute possono invece essere vero contante digitale, ovvero essere la forma tokenizzata di pezzi monetari. Si tratta delle cc.dd. *Central Bank Digital Currencies* (CBDC), criptovalute denominate in divise ufficiali, cioè aventi corso legale. Esse possono a pieno titolo aspirare a diventare la forma digitale del contante fisico, con piena equiparazione a quest'ultimo anche da un punto di vista giuridico.

Discorso a parte vale per gli EMT (E-Money Token) previsti dal titolo IV del MiCAR. Si tratta di «*un tipo di cripto-attività che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale*» (art. 3.1.7) e la cui disciplina rinvia in modo deciso alla direttiva 2009/110/CE (EMD2) e che quindi, a differenza della CBDC, non sono contante digitale (diritto di credito assoluto), ma rappresentano un credito personale nei confronti dell'emittente che non è uno Stato sovrano, ma un IMEL o una banca (art. 4.1).

Viene a questo punto da chiedersi quale sarà il ruolo degli EMT nel mercato dei servizi di pagamento se nel prossimo futuro saranno introdotte le CBDC. Nella prospettiva dell'utente, infatti, che ragione egli avrebbe di utilizzare gli EMT se potrà un domani disporre a costo zero delle CBDC?

Inoltre, se il senso di tokenizzare la ME è quello di consentirne la sua circolazione senza intervento di un intermediario, come si può conciliare tale caratteristica con la disciplina della EMD2, nata e concepita proprio per aprire e regolare il mercato degli intermediari, operatori in servizi di pagamento? Il tema si pone con particolare riferimento all'attuale struttura dei servizi di pagamento. Questa prevede in capo agli utenti la titolarità di un conto di pagamento personale, cioè di una loro specifica posizione creditoria, separata e identificabile, verso l'emittente (art. 114-*quinquies*.1 TUB)<sup>51</sup>, circostanza di per sé estranea all'impostazione *trustless* di una DLT e alla sua architettura *peer-to-peer* che, invece, dovrebbe consentire lo scambio delle EMT anche senza il coinvolgimento degli emittenti, se non addirittura *off-chain* e *offline* (a mezzo di *cold wallet* o soluzioni *air-gapped*, fatta salva la riconciliazione dei *ledger* appena la connessione sia ripristinata)<sup>52</sup>.

---

<sup>51</sup> La EMD2 non prevede la costituzione di conti di pagamento separati per ciascun utente. Una modifica chirurgica dell'art. 114-*quinquies*.1, quindi, potrebbe consentire la costituzione di un fondo comune delle somme di denaro ricevute dalla clientela per l'emissione di EMT in modo da consentire comunque l'esercizio del diritto di rimborso in moneta fiat (in tal caso, tuttavia, si porrebbe un problema di coordinamento con il termine decennale di prescrizione ordinaria richiamato dall'art. 114-*ter* TUB, che pure dovrebbe essere oggetto di intervento).

<sup>52</sup> Invero, la EMT potrebbe comunque sopravvivere come circuito di secondo livello, ovvero come rete di scambio, per esempio, per transazioni *wholesale* di valore significativo o per transazioni più veloci nel

### 10.3. MONETE COMPLEMENTARI E CRIPTOVALUTE.

A differenza di quanto in genere si ritiene, non esiste un diritto assoluto ed esclusivo di battere moneta<sup>53</sup>. Esiste semmai il *monopolio valutario*, ovvero il diritto assoluto ed esclusivo difeso dalla legge e dalla forza di uno Stato sovrano di stampare pezzi monetari denominati in Euro, Dollari, Yen, ecc.

Anche i privati possono battere moneta, possono cioè decidere su base volontaria e contrattuale di emettere e far circolare titoli che incorporano *promesse di scambio* espresse in valute “non ufficiali”, nel rispetto, quindi, di quanto stabilito all’art. 2004 c.c.<sup>54</sup>. Per qualificare tali titoli come “moneta privata”, alla luce dell’analisi definitoria fatta nel precedente § 0, occorre tuttavia verificare se la promessa incorporata sia a termine, preveda un diritto di conversione, sia al portatore e ad accettazione obbligatoria, cioè se la sua circolazione all’interno della comunità dei debitori sia assistita da un vincolo contrattuale di accettazione come mezzo solutorio di qualsiasi obbligazione.

Ebbene, laddove un privato emetta un titolo che contiene l’impegno, suo e degli altri membri

---

mercato *retail*, ammesso che la CBDC faccia fatica ad imporsi come mezzo di pagamento efficiente e sicuro a tutti i livelli.

<sup>53</sup> Quando il 18 giugno 2019 Mark Zuckerberg annunciò il progetto Libra, una levata di scudi si oppose al progetto. Il presidente della CONSOB, Paolo Savona (su [ilsole24ore.com](http://ilsole24ore.com)) parlò di «*situazione destinata ad avere conseguenze drammatiche*». Antonello Soro, presidente del Garante per la protezione dei dati personali, in un’intervista a *Il Mattino* (riportata anche sul sito del Garante Privacy con il titolo *Criptovalute. Con la moneta i big del web diventano Stati-padroni*) sostenne addirittura che «*La sfida lanciata da Facebook con la valuta alternativa è l’ennesimo segnale di una vera emergenza democratica*». In ambito accademico, va segnalata per completezza l’affermazione del prof. Marco Lombardi su *Start Magazine*, ordinario di sociologia presso l’Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano: «*Libra è l’espropriazione del diritto unico di battere moneta degli Stati Nazionali. Zuckerberg e compagni fanno parte del sistema globale di golpisti che stanno per sostituire i legittimi sistemi politici con un colpo di stato globale*» (su *Start Magazine*, <https://www.startmag.it/>, *Libra di Facebook travolgerà gli Stati. Parla il prof. Marco Lombardi*). Fuori dei nostri confini, *Finance Watch* ha condotto una vera e propria campagna anti-libra rilasciando dichiarazioni allarmanti: «*Libra could pose risks to financial stability*»; «*Libra could threaten democratic systems*» (C.M. STIEFMÜLLER, su [www.finance-watch.org](http://www.finance-watch.org), 23 luglio 2019); US Committee on Financial Services (*Maxine Waters, Ranking Member, Calls on Meta to Provide Answers Regarding Digital Asset Plans*, su [www.democrats-financialservices.house.gov](http://www.democrats-financialservices.house.gov), 22 gennaio 2024, dove è ricostruita la posizione “ostile” del Committee fino al recente deposito di alcuni marchi da parte di Meta Platforms Inc.); Bruno Le Marie (Ministro delle Finanze francese) che ha più volte dichiarato che Libra è una minaccia per la sovranità monetaria delle nazioni (*France says it ‘cannot authorize’ Facebook’s libra project on European soil*, su [www.cnn.com](http://www.cnn.com), 12 settembre 2019).

<sup>54</sup> Art. 2004 c.c.: «*Il titolo di credito contenente l’obbligazione di pagare una somma di denaro non può essere emesso al portatore se non nei casi stabiliti dalla legge*», laddove per «*somma di denaro*» si deve intendere obbligazione di pagamento in euro.

della comunità cui appartiene<sup>55</sup>, di accettare tale titolo da chiunque ne sia il portatore in compensazione di beni o servizi, senza quindi alcun diritto di rimborso o conversione (corso forzoso), saremmo di fronte ad una vera e propria *moneta complementare*, ovvero ad un titolo di credito a metà strada tra il diritto personale (cambiale) e il diritto assoluto (denaro), ovvero ancora ad un diritto di credito di origine contrattuale, costituito con il *patto di adesione* al circuito monetario complementare, ma avente *carattere generale* in quanto opponibile a tutti i membri che hanno aderito al patto.

Il titolo così emesso, nell'ambito del nostro ordinamento, incorpora una promessa al pubblico *ex art. 1989 c.c.* che gli aderenti formulano congiuntamente nei confronti dei portatori. Il suo valore di scambio dipenderà dall'affidabilità dell'emittente (ovvero dalla consistenza e affidabilità degli aderenti al circuito di moneta complementare), e quindi dalle politiche di emissione e dalla misura dell'indebitamento (dal numero di monete complementari emesse).

Nel caso in cui la moneta complementare assumesse il formato tokenizzato, potremmo propriamente definirla in senso tecnico una *criptovaluta* (complementare), con applicazione della disciplina prevista per gli OTT, e i rapporti tra il soggetto emittente, la comunità degli aderenti, e tra questi e i portatori delle criptovalute saranno regolati dalla legge dell'emittente secondo la giurisdizione, la disciplina e la soggezione all'autorità locale dello «*Stato membro d'origine*» come definito dal regolamento MiCA.

Laddove invece il titolo emesso dal privato in formato tokenizzato non contenga una promessa di accettazione negli ampi termini visti sopra (legittimazione attiva al portatore, impegno di accettazione degli aderenti al patto, corso forzoso), esso non sarebbe una moneta complementare, non sarebbe cioè un titolo di credito cui è debitrice una comunità, ma sarebbe un comune titolo di credito, personale e relativo, un documento di legittimazione o altro titolo improprio di cui agli artt. 2002 e ss. c.c. secondo le infinite declinazioni che tali asset possono assumere nella pratica giuridica.

#### **10.4. BITCOIN E ALTRE CRIPTOVALUTE.**

---

<sup>55</sup> Impegno che può essere espresso anche in documenti esterni al titolo, ma a cui questo fa rinvio (è pacifico già in T. ASCARELLI, *La letteralità nei titoli di credito*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1932, I, p. 209, che nei titoli di credito il principio della letteralità del diritto cartolare, non debba essere inteso in senso formalistico, ovvero come immediata rilevabilità del contenuto dalla mera lettura del documento, dovendosi invece intendere anche come letteralità indiretta, ovvero come completezza del titolo anche con rinvio a *fonti extra-cartolari* di cognizione facilmente reperibili o accessibili al portatore (v. anche F. MARTORANO, *Titoli di credito*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura di A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Giuffrè, 2002, p. 74).

Le criptovalute tipo bitcoin non contengono (incorporano) alcuna dichiarazione dell'emittente. Il loro valore non può quindi essere determinato in funzione dell'affidabilità di quest'ultimo, ma solo in funzione del monte valutario in circolazione (v. precedente § **Errore. L'origine riferimento non è stata trovata.**). Il bitcoin, insomma, non è un documento che incorpora un credito, ma è un bene scarso, come un metallo prezioso il cui valore è direttamente proporzionale alla sua quantità (sebbene incidano sempre anche fattori esogeni di carattere speculativo, valutario, produttivo, geopolitico, ecc.). Non si tratta ovviamente di una scarsità naturale o normativa (come quella dovuta alle scelte di politica monetaria delle banche centrali), ma di una *scarsità di protocollo*, ovvero inscritta *ab origine* nel codice di emissione (*bitcoin core*). Ciò segna una differenza sostanziale tra il bitcoin (e molti meme-coin) e altre criptovalute che hanno sempre, anche se minimo, un qualche contenuto obbligatorio, ovvero incorporano in termini più o meno ampi una promessa dell'emittente nei confronti del portatore<sup>56</sup>.

## 11. CONCLUSIONI.

Con l'avvento delle criptovalute, ancora prima delle cripto-attività, è giunto il momento di avviare una riflessione sulla natura del denaro con gli strumenti del diritto liberandoci di termini

---

<sup>56</sup> Tutte le criptovalute, in quanto asset discreti, ricadono nella generalissima, residuale e omnicomprensiva nozione di bene *ex art.* 810 c.c. (sempreché non si voglia ritenere che l'articolo in questione non possa riferirsi ad entità che non costituiscono oggetto di previsione normativa, così N. DE LUCA e M. PASSARETTA, *Le valute virtuali: tra nuovi strumenti di pagamento e forme alternative di investimento*, in *Società*, 2020, p. 574; cfr. anche Trib. Firenze 21 gennaio 2019, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, II, p. 385; TAR Lazio 27 gennaio 2020, in *Società*, 2020, p. 566 e ss.). Tuttavia, la riconduzione delle criptovalute alla nozione dei «bene» dà solo un contributo definitorio apparente, per nulla utile ad individuare la disciplina applicabile. Di contro, solo alcune criptovalute ricadono altresì nella nozione di *documento* inteso come supporto che ha un contenuto dichiarativo o rappresentativo di qualche genere. Pare, tuttavia, che tutte le criptovalute, *ricadano nella* definizione di *documento informatico* di cui all'art. 1.c.1. del d.lgs. n. 82/2005 (Codice dell'Amministrazione Digitale – CAD): «*la rappresentazione informatica di atti, fatti o dati giuridicamente rilevanti*». Poiché anche un token di bitcoin contiene dei dati – quantomeno relativi nella mera misura di bitcoin spendibili – esso è sempre e comunque una *rappresentazione di dati*, e giacché tutto è o può essere «*giuridicamente rilevante*», esso è sempre un *documento informatico* come definito nel CAD (*contra*, A. CAPOGNA *et al*, *cit.*, 44). Insomma, come una tavoletta di argilla è solo una cosa, ma diventa un documento quando reca delle iscrizioni, così un token è solo una cosa, ma diventa un documento quando contiene una qualche «*rappresentazione di atti, fatti o dati*», e non esistono token che non contengano dati. La definizione di *documento informatico* del CAD è quindi amplissima, assimilabile in ambiente digitale a quella di «bene» dell'art. 810 c.c., con tutte le ricadute che ne seguono in termini di disciplina applicabile in ordine alla paternità del documento e alla imputabilità del suo contenuto.

generici o indefiniti come «bene», «valore», «mezzo di scambio», «rappresentazione digitale»<sup>57</sup> e adottare invece un lessico tecnico-giuridico come «documento», «credito», «titolo» «obbligazione»<sup>58</sup>.

In tale prospettiva, il denaro è un *diritto di credito assoluto* espresso in una determinata unità di conto, detta «valuta», a cui corrisponde il debito che uno Stato, che di tale valuta ha il monopolio, ha assunto in nome del suo popolo.

Il contante è un titolo (in senso stretto), ovvero un supporto materiale (documento) di varia fattura che per natura, legge o tecnologia non può essere duplicato o modificato e che, per tale ragione, è idoneo ad incorporare una porzione di *credito valutario* (o *credito pubblico*) ed essere quindi mezzo idoneo per garantire la sua circolazione *brevi manu* in deroga alle regole degli artt. 1260 c.c. e ss..

Il *credito valutario* può anche manifestarsi in forma scritturale, ovvero esistere e circolare come annotazione e aggiornamento di un registro contabile. In tal caso nel rapporto tra emittente e portatore, si inserisce un intermediario (banca o PSP) con cui il portatore costituisce un rapporto personale. Denaro contante e denaro scritturale sono quindi due forme di uno stesso fenomeno creditizio che chiamiamo «denaro» e hanno lo scopo di consentirne la circolazione.

Il denaro può anche essere denominato in *valuta non ufficiale* ed emesso da una comunità di soggetti legati da un accordo di adesione. Tale denaro va considerato “complementare” in quanto rappresenta un debito dei soli aderenti al patto e la sua idoneità solutoria non scaturisce dalla legge, ovvero dal corso legale, ma da una obbligazione contrattuale la cui forza coercitiva dipende, in ultima analisi, dall’ordinamento e dalle istituzioni dello Stato in cui la comunità opera.

Il denaro, sia esso in valuta ufficiale o complementare, può circolare anche in *formato tokenizzato*, cioè attraverso un protocollo *peer-to-peer*, senza necessità di un terzo intermediario, e quindi, come accade per monete e banconote, con un atto di scambio diretto tra debitore e creditore, ancorché in ambiente digitale.

Nei termini che precedono, l’utilizzo dell’espressione «criptovaluta», riferita per esempio al bitcoin o al dogecoin, che non hanno un emittente, e quindi non rappresentano un *diritto di*

---

<sup>57</sup> Una certa contaminazione di un «lessico alternativo» interferente con quello del titolo di credito è avvertita anche da M. COSSU e P. SPADA, *Dalla ricchezza 'assente' alla ricchezza 'inesistente'. Riflessioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, p. 406.

<sup>58</sup> È anche bene analizzare il fenomeno rinunciando a qualsiasi impostazione ideologica *a priori*, pur inevitabile, ma solo come strumento di indirizzo della politica monetaria e non come strumento di indagine. A tale riguardo, si coglie un certo condizionamento nel lavoro di M. FAMA, A. FUMAGALLI e S. LUCARELLI, in *Cryptocurrencies, Monetary Policy, and New Forms of Monetary Sovereignty*, in *International Journal of Political Economy*, 2019, 48:2, 174-194, nel quale gli Autori, pur svolgendo considerazioni in parte condivisibili, adottando dichiaratamente una prospettiva marxista (p. 188-189).

*credito assoluto*, può creare confusione e indurre a interpretazioni e qualificazioni errate<sup>59</sup>. Tali criptovalute, infatti, non sono valute in senso tecnico, ma *token non titolati*, cioè privi di contenuto obbligatorio-promissorio e il cui valore di scambio è dovuto solo alla loro relativa scarsità e ad altri fattori non quantitativi, ovvero meccanismi psicologici, emotivi e comportamentali di massa che si attivano quando gli individui agiscono all'interno di una *community*<sup>60</sup>. Le valute propriamente dette, invece, sono *credito pubblico* (cui corrisponde un'obbligazione generica dei consociati) e i relativi titoli materiali, dematerializzati o tokenizzati sono apprezzati anche e soprattutto in funzione del merito creditizio dell'emittente e, quindi, della capacità della comunità debitrice di creare ricchezza reale (beni e servizi) di valore maggiore del *debito pubblico* contratto con l'emissione.

Anche altre criptovalute non meritano l'appellativo di «*valuta*» in quanto, ancorché siano asset titolati e generalmente considerate *stablecoin*, come per esempio il tether, non sono né titoli di credito pubblico (denaro in valuta ufficiale), né titoli valutari di carattere privato (valuta complementare), in quanto non sono rappresentativi di una obbligazione assunta in via generale da tutti i membri di una *community*, ma solo dell'emittente. Sono token titolati con sottostante e mirano a mantenere il loro valore stabile nel tempo e ricadono quindi nella disciplina degli ART

Un'ulteriore classe di criptovalute, titolate e non, sono quelle prive di sottostante, come bitcoin e l'ether, le quali rimangono pur sempre nell'ampia famiglia delle *cripto-attività* (in quanto, o rappresentano un «*diritto*» o rappresentano un «*valore*») e ricadono senz'altro nella disciplina regolamentare e residuale degli OTT (Titolo II MiCAR), anche se la disciplina civilistica loro applicabile può essere assai diversa giacché l'ether, a differenza del bitcoin, ha un contenuto obbligatorio e si atteggia come un titolo improprio (in questo caso, come un *utility token*).

Infine, le criptovalute algoritmiche sono *stablecoin* solo nominalmente e dovrebbero invece essere assimilabili ad uno *strumento finanziario* (includere, quindi, anche in via interpretativa, nella

---

<sup>59</sup> La giurisprudenza ha tentato un inquadramento sistematico dei bitcoin ricorrendo a varie categorie: «*strumento finanziario*» (Trib. Verona, 24 gennaio 2017, n. 195); «*moneta*» (Appello Brescia, ord. 24 ottobre 2018); «*rappresentazione informatica di un valore* [...] «*beni*» ai sensi dell'art. 810 c.c.» (Trib. Firenze, 21 gennaio 2019, n. 18, caso Bitgrail); «*bene immateriale* [...] *unità di conto e riserva di valore*» (TAR Lazio, 27 gennaio 2020, n. 1077.); «*prodotto finanziario*» (Cass., 17 settembre 2020, n. 26807). In tutti questi casi l'intento definitorio si scontra con la vaghezza dei termini ed espressioni utilizzati o l'elenco tassativo della MiFID II o con l'incerta collocazione, del tutto domestica, dei *prodotti finanziari* ex art. 18, comma 5, TUF. Su quest'ultimo punto, v. D. FAUCEGLIA, *La moneta privata. Le situazioni giuridiche di appartenenza e i fenomeni contrattuali*, in *Contratto e Impresa*, 3, 2020, p. 1258, nota 13; F. ANNUNZIATA, *Il Regolamento MiCA cit.*, p. 39.

<sup>60</sup> I bitcoin si atteggiano come una cosa, ancorché fatta di bit (art. 810 c.c.), poiché, come i beni materiali, sono distinguibili gli uni dagli altri e rivali nello spazio (digitale). *Contra*, ancora A. CAPOGNA *et al.*, *cit.*, 43.

lista di cui all'Allegato 1, sez. C, della direttiva MiFID II), anche perché, essendo prive di sottostante, dovrebbero in via alternativa essere pericolosamente qualificate come OTT, con le minori garanzie che ne seguono a tutela dell'utente perfino rispetto agli ART.

Alla luce di tutto quanto precede, la definizione di cripto-attività che fa riferimento a «*rappresentazione digitale di un valore o di un diritto*» dovrebbe essere scomposta prendendo atto che, *in primis*, con il termine «*rappresentazione di un diritto*» si intende l'idoneità del token ad essere il veicolo per l'*incorporazione e circolazione* di una obbligazione assunta dall'emittente verso il portatore.

Con l'espressione «*rappresentazione di un valore*», invece, si ricade una categoria residuale in cui sono innanzi tutto annoverati i token con sottostante, ovvero gli ART (i quali, tuttavia, per tale motivo, andrebbero già considerati come una «*rappresentazione di un diritto*» verso l'emittente, ovvero l'obbligo che questo assume in ordine alla garanzia delle riserve e l'ancoraggio del valore al sottostante).

Ma in tale locuzione, ricadono anche i *token non titolati*, compresi i bitcoin e NFT<sup>61</sup>, per il solo fatto di avere («*rappresentare*») un «*valore*» di mercato.

Prendendo spunto dal *flower diagram* pubblicato da Linnemann Bech& Garratt<sup>62</sup>, propongo in fig. 3 una diversa versione che comprende le criptovalute e altre cripto-attività, sebbene senza pretesa di esaustività attesa l'enorme varietà di possibili configurazioni di tali *asset*.

[in evidenza, l'area di applicazione MiCAR]

---

<sup>61</sup> Gli NFT non ricadono nella disciplina del MiCAR per espressa esclusione dell'art. 2, comma 3. Tuttavia, nel MiCAR non è data una definizione di NFT, ma si fa generico riferimento al concetto, quantomai vago, di infungibilità (ma per eccezione v. cons. 11). A tale proposito, per una attenta critica, rinvio a P. CARRIERE, in IDEM, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, in *Quaderno Giuridico CONSOB*, n. 25/2023, p. 68.

<sup>62</sup> M. LINNEMANN BECH e R. GARRATT, *Central Bank Cryptocurrencies*, in *BIS Quarterly Review*, 2017, disponibile su <https://www.bis.org>. Gli Autori, tuttavia, nella tassonomia proposta, non distinguono tra criptovaluta titolata e non titolata e classificano i token solo in funzione del soggetto emittente trascurando, ad avviso dello scrivente, di analizzare il fenomeno in sé, ma solo di riflesso ad elementi esterni e contingenti.

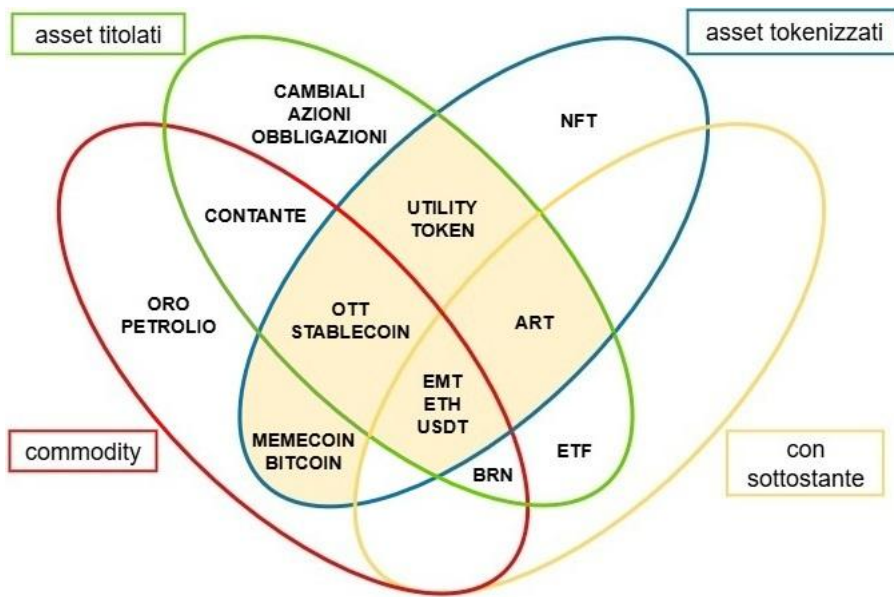


Figura 3