

Anno (XIV) 2025
Maggio - Agosto
Fascicolo 2-1

ISSN 2281 - 4531

IL DIRITTO DEGLI AFFARI

RIVISTA QUADRIMESTRALE

DIRETTA DA
BRUNO INZITARI

Special Issue
IL FENOMENO DELLE MEME COINS
TRA TECNOLOGIA, DIRITTO E MERCATO
a cura di Allegra Canepa

Ep
aP
EUROPEAN PRESS
ACADEMIC
PUBLISHING

INDICE DEL FASCICOLO

Anno (XIV) 2025 – N. 2-1 – Maggio - Agosto

ARTICOLI

ALLEGRA CANEPA, <i>Quando l'ironia diventa finanza. Le meme coins tra inquadramento giuridico, influencers e rischi derivanti dal ricorso allo schema del "pump and dump"</i>	2
GIUSEPPE FREGA, MARIA SOFIA GASPERINI, <i>Il mercato delle cripto-attività e l'offerta di meme-coin: nozioni e profili applicativi</i>	25
ALESSANDRO MEZZANOTTE, <i>Diritto penale e memecoin: riflessioni a margine di un noto caso di cronaca</i>	36
STEFANO CAPACCIOLI, <i>Dal bitcoin ai memecoin: tecnologia e diritto</i>	41

**QUANDO L'IRONIA DIVENTA FINANZA.
LE MEME COINS TRA INQUADRAMENTO GIURIDICO,
INFLUENCERS E RISCHI DERIVANTI DAL RICORSO ALLO SCHEMA
DEL "PUMP AND DUMP"**

ALLEGRA CANEPA
*Professore associato
nell'Università di Milano*

SOMMARIO 1. Il rafforzamento dell'influenza della comunicazione sui mercati finanziari in epoca digitale. – 2. L'avvento del meme: caratteristiche e rilievo in ambito finanziario. – 3. Potenzialità del meme nel mercato azionario: il caso Gamestop. – 4. Quando il meme diventa un crypto-asset: la disciplina applicabile tra Stati Uniti ed Europa. – 5. La commercializzazione di una meme coin tra volatilità e possibili questioni di manipolazione del mercato. – 5.1. La tecnica "pump and dump" ed il ruolo degli influencers: il caso della meme coin \$Hawk. – 6. Il ruolo delle memecoin nel mercato ed il loro possibile utilizzo anche per finalità illecite: qualche considerazione conclusiva

1. – L'innovazione tecnologica in questi anni ha avuto una profonda influenza sulla società, dando luogo a trasformazioni con effetti non solo sui mercati ma anche sulla normativa di riferimento.

Tra i fattori che hanno contribuito ad un'evoluzione sociale e dei mercati, particolare attenzione merita la comunicazione digitale e l'utilizzo dei social media, il cui sviluppo ed utilizzo sono stati favoriti anche dalle particolari caratteristiche dell'epidemia di Covid-19 che ha richiesto una riduzione delle interazioni fisiche tra le persone. In questa sede non è possibile soffermarsi nel dettaglio su tutte le implicazioni generate proprio dai social media, ma appare di interesse esaminare il legame sempre più stringente con un segmento di mercato quale quello finanziario.

L'esistenza di un legame rilevante tra comunicazione e mercati finanziari non è una novità in quanto era già risultata evidente durante la crisi finanziaria seppure con riferimento a strumenti di comunicazione tradizionale.

Infatti, nel luglio del 2012¹ l'allora presidente della Banca Centrale Europea (BCE) Mario Draghi in una conferenza stampa aveva illustrato

¹ L'intervento era stato fatto a Londra alla *Global Investment Conference*, il 26 luglio 2012.

come la BCE avesse deciso di adottare una serie di interventi basati su misure non convenzionali, per supportare i titoli di Stato di alcuni paesi in difficoltà sia per la situazione delle loro finanze pubbliche che per la contestuale presenza di attacchi speculativi sui mercati. Il programma, l'Outright Monetary Transaction (OMT), sarebbe diventato operativo in un momento successivo, ma la sola presentazione fatta in conferenza stampa era stata sufficiente affinché si producessero immediatamente effetti positivi sui titoli di Stato interessati. Peraltro, è di interesse sottolineare come la strategia di comunicazione e illustrazione del programma OMT nel caso specifico abbia avuto gli effetti di uno "strumento aggiunto" di politica monetaria visto che l'OMT non è mai entrato in vigore nella fisionomia presentata in conferenza stampa².

La capacità di influenza della comunicazione digitale e dei social media merita però maggiore attenzione perché, oltre a poter assumere una valenza quale quella descritta, apre nuove possibilità di acquisizione di informazioni che, in alcuni casi, potrebbero influire anche sulle asimmetrie informative presenti nel mercato finanziario nonostante tutte le criticità esistenti a cominciare dalla verifica di affidabilità. Del resto, si registra una maggiore rapidità di diffusione di informazioni, anche di rilevanza finanziaria, pubblicate non solo da "produttori specializzati"³ ma anche, attraverso i canali social, da tutti coloro che hanno un account⁴ ed in un quadro

² Nel caso delle OMT si sono prodotti effetti positivi sui mercati grazie alla sola comunicazione di adozione del programma senza che questo fosse ancora stato applicato e addirittura nel caso di specie il programma non è neppure mai stato utilizzato secondo lo schema approvato. Per un approfondimento sul punto M. CASIRAGHI, E. GAIOTTI, L. RODANO, A. SECCHI, *The impact of unconventional monetary policy on the italian economy during the sovereign debt crisis*, Quaderni di Economia e Finanza della Banca d'Italia, n.203, 2013 e A. CANEPA, *L'intervento della BCE nella crisi fra misure di politica monetaria non convenzionali e strategie di comunicazione*, in C. BUZZACCHI (a cura di), *La banca centrale europea*, Milano, 2017, pp. 191 ss.

³ Sul punto si veda in particolare A. COOKSON, W. MULLINS, M. NIESSNER, *Social media and finance*, May 2024, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4806692.

⁴ Pur non essendo possibile in questa sede approfondire il tema, appare di interesse valutare come l'ampia capacità di pubblicazione e diffusione di notizie mediante i social media, al netto delle questioni di attendibilità e di qualità di quanto diffuso, possa avere riflessi sull'asimmetria informativa che caratterizza i mercati finanziari. Sull'importanza della "quality disclosure" si veda in particolare A. OGUS, *Regulation: Legal form and Economic Theory*, Hart Publishing, Oxford and Portland, 1994, 132 ss. e sull'ampio dibattito in tema delle asimmetrie si vedano tra gli altri F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011; L. AMMANNATI, *Mercati finanziari, società di rating, autorità ed organismi di certificazione*, in Riv. dir. al.,

caratterizzato da una sempre maggiore “dipendenza tecnologica” per tutte le attività quotidiane ed il reperimento delle relative informazioni.

Per comprendere meglio il legame tra social media e mercati finanziari, due esempi risultano emblematici, quello del caso Gamestop e quello delle banche della Silicon Valley, nei quali proprio la circolazione di informazioni via social ha influito sulle decisioni degli utenti e dato luogo ad effetti importanti ed imprevisti sui mercati finanziari.

Il rapporto tra social media e mercati finanziari non si sostanzia però solo in una correlazione di “causa-effetto” quale quella appena citata, ma, in alcuni casi, può diventare ancora più stretto quando è lo stesso elemento comunicativo che, grazie al suo successo sui social, “diventa finanza” in quanto viene coniato e successivamente commercializzato come meme coin.

Una simile dinamica si inserisce in un quadro più ampio di tokenizzazione sempre più sviluppato, vista l’appetibilità per gli utenti, anche in assenza di un bene fisico sottostante (basti pensare ai Non Fungible Tokens - NFTs). Siamo però di fronte ad una categoria complessa, sul piano definitorio e di che cosa possa essere considerato crypto-asset ed assoggettato conseguentemente al Regolamento europeo 1114/2023 Markets in Crypto Assets (MICA) approvato nel 2023⁵. Proprio per questo, il fenomeno “meme” appare di interesse non solo in quanto capace di influenzare i mercati ma anche come elemento comunicativo che può mutare natura ed essere coniato con tutto ciò che ne consegue dal punto di vista delle caratteristiche, della disciplina e della tutela dell’utente.

2. – Al fine di approfondire gli aspetti appena richiamati, può essere utile preliminarmente soffermarsi sul termine meme⁶ per chiarire meglio

2012, 1 ss.; F. DENOZZA, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in G. GITTI, MAUGERI, NOTARI (a cura di), *Il contratto per l’impresa*, Bologna, 2012, 65 ss, e U. MINNECI, *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, Milano, Giuffrè, 2013, 4 ss.;

⁵ Sul punto si vedano in particolare F. CAPRIGLIONE, *Riserve di attività e interesse pubblico nel diritto dell’economia*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2024, 12 e V. LEMMA, *Riserve di attività digitali e beni giuridici protetti*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2025, p. 51 ss.

⁶ L’Enciclopedia Treccani inserisce il termine “meme” tra i neologismi dal 2012, www.treccani.it. In realtà, il termine è stato coniato nel 1976 dal biologo R. Dawkins nel libro “*The Selfish Gene*”, Oxford Paperbacks, 1976, con riferimento ad un’entità di informazione replicabile che consente la conservazione e lo sviluppo della società. L’utilizzabilità di questo termine anche in altri ambiti, ad esempio, con riferimento alle idee e ai pensieri, è stata successivamente descritta e approfondita. Si vedano in tal senso B.F. SKINNER, *The evolution of behavior*, *Journ. Exper. Anal. Behavior*, 1986, 115; M.S. FRIED, *The evolution of legal concepts: the memetic perspective*, *Jurimetrics*, Vol.

non solo cosa indichi, ma perché le sue caratteristiche siano in grado di conferirgli rilievo nei mercati finanziari. Il meme può essere definito quale elemento o contenuto creativo capace di veicolare messaggi, perlopiù divertenti, attraverso la trasmissione per imitazione da un individuo a un altro o da uno strumento di comunicazione ed espressione a un altro. Proprio la sua natura informale e di intrattenimento risulta coinvolgente e spinge all'imitazione o, meglio, attraverso i social, alla condivisione in un arco temporale molto ristretto in tantissime reti di utenti. In realtà, non tutti i contenuti diventano meme, ma solo quelli che, anche grazie agli algoritmi, catturano l'attenzione di tanti utenti e proprio per quello vengono fatti circolare nella propria rete, diventando così virali.

Il meme ha successo finché viene replicato e l'impulso a farlo circolare non è strettamente collegato né al fatto che ciò a cui si riferisce sia vero, né che sia completo o utile. Tali caratteristiche meritano particolare attenzione in ambito finanziario nel quale si possono distinguere due differenti tipologie di meme a seconda che la loro natura rimanga prevalentemente comunicativa o possa mutare diventando finanziaria senza che necessariamente vi sia un mutamento dell'immagine di riferimento. Infatti, è utile ricordare come la condivisione possa avere ad oggetto il solo meme inizialmente prodotto, ma anche un meme con alcune modifiche rispetto alla versione originale⁷. In questo secondo caso i cambiamenti potrebbero essere funzionali a trasmettere con il meme modificato e/o integrato un messaggio ulteriore o differente.

Proprio per comprendere meglio tutti questi aspetti, può essere utile fare riferimento preliminarmente al meme quale elemento comunicativo con capacità di influenzare il mercato azionario come avvenuto nel caso Gamestop.

3. – Il caso Gamestop riguarda l'omonima nota società attiva nel segmento dei videogiochi, il cui modello di business nel gennaio-febbraio del 2021 appariva sempre meno in linea con uno sviluppo digitale del mercato⁸ sia per le difficoltà dovute ad un assetto basato su una

39, Spring, 1999, 291 ss.; R. BRODIE, *Virus of mind: the new science of meme*, Hay House Inc, 2011.

⁷ Per un approfondimento sul punto si veda in particolare S.M. LANTAGNE, *Famous on the internet: the spectrum of internet memes and the legal challenge of evolving methods of communication*, Univ. Richmond Law Rev., 2017, 388 ss.

⁸ Nel caso di specie tale aspetto era ravvisabile nella struttura di vendita articolata su catene di negozi distribuiti nel mondo per la commercializzazione di videogiochi per l'acquisto dei quali però si registrava una tendenza difficilmente

distribuzione e commercializzazione sul territorio sia per i molteplici cambiamenti che avevano interessato la governance societaria. Per questi motivi la società sembrava destinata ad un progressivo declino con conseguente rapido decremento del valore delle sue azioni. Il particolare periodo, caratterizzato da una pandemia generata dal Covid-19, aveva però determinato una minore libertà di circolazione delle persone ed un incremento di tutte le attività effettuabili online, comprese quelle finanziarie. Proprio quest'aspetto aveva creato il contesto ideale per una campagna social attraverso Reddit ed alcuni canali dedicati come WallStreetBets (WSB)⁹ basata sulla capacità comunicativa di alcuni investitori più esperti a sostegno del marchio finalizzata a contrastare le azioni speculative e generare empatia con la società Gamestop.

La scelta del meme via social "costruito" al fine di farlo diventare virale e capace di mobilitare un elevato numero di utenti, non più solo operatori commerciali¹⁰, in un arco temporale molto breve, non appare casuale per due motivi. Il primo, più strettamente comunicativo, concerne il potere espressivo insito nel meme grazie alla combinazione di immagine a messaggio capaci di renderlo anche uno strumento di marketing efficace nell'influenzare qualsiasi scelta di chi lo riceve, comprese quelle finanziarie. Il secondo riguarda la possibilità di identificare alcuni canali social come strumenti in grado di amplificare la diffusione e l'affermazione di un meme

reversibile all'acquisto in misura sempre maggiore online. Per un approfondimento si veda in particolare R. GUIDOTTI, L. ROSSI, *Gamestop: l'investimento retail e le meme stock*, in *Dir. ec. impr.*, 2022, 710 ss.

⁹ Oltre a WSB i canali specifici per informazioni finanziarie più utilizzati sono X, StockTwits, Seeking Alpha.

¹⁰ Tale processo come evidenziato da R. Lener è accompagnato da nuove modalità di accesso come quelle offerte dalle app di trading che "democratizzano l'offerta". Si veda R. LENER, *Il paradigma dei nuovi settori regolati e la democrazia dell'algoritmo. Note introduttive*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, suppl. fasc. I, 193.

Proprio questa maggiore facilità di accesso può semplificare il verificarsi di quello che anche nel caso in questione è stato identificato come un effetto gregge. Sul punto in particolare P. LUCANTONI, *Negoziazioni ad alta frequenza tra oclocazione dell'algoritmo e "gamefication" del contratto d'investimento*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2021, n.3 suppl.; M. ARRIGONI, *La tutela dell'investitore alla luce del caso Gamestop. Verso un nuovo regime per la prestazione dei servizi di investimento esecutivi*, *Orizzonti del diritto commerciale*, n. 2/2021, p. 941 ss.; S.A. GRAMITTO RICCI, C.M. SAUTTER, *Corporate Governance Gaming: The Collective Power of Retail Investors*, *Nevada Law Journ.*, 2021, p. 51 ss.; A. GUACCERO, *Tra democrazia e populismo nel mercato finanziario: lezioni dal caso Gamestop*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 228 ss. e R. GUIDOTTI, L. ROSSI, op. cit.

come dimostra il rapido acquisto dei titoli di questa società registrato in coincidenza col momento in cui il meme è diventato virale¹¹.

In tal senso è utile ricordare come, nella sola giornata del 18 gennaio 2021, fosse stata registrata una crescita di valore del 50%, del titolo Gamestop accompagnata da un tale incremento del volume di scambi nelle sedi di negoziazione americane da dare luogo addirittura a problemi tecnici di gestione dovuti al traffico non previsto con mancata finalizzazione di una parte delle transazioni di questo titolo¹². Il notevole rialzo registrato aveva messo in difficoltà gli operatori specializzati che avevano posto in essere la tecnica speculativa di investimento dello short selling, cioè della vendita di titoli senza preventivo acquisto, attraverso una scommessa sulla performance negativa di questo titolo per trarne profitto, costringendoli ad acquistare sul mercato le azioni necessarie per chiudere queste posizioni "shortate".

Il fenomeno, mai osservato in tale dimensione in precedenza, aveva portato la Securities Exchange Commission (SEC) a qualificare il fenomeno con l'espressione "meme stock"¹³ quale locuzione per qualificare la quota di azioni di una società il cui prezzo risulta caratterizzato da un aumento così rapido da renderle sopravvalutate rispetto alla situazione reale proprio grazie all'attenzione e incentivo all'acquisto suscitato dai social media¹⁴.

Ad una più attenta analisi si evince come un simile incremento "anomalo" sia stato reso possibile non solo dagli aspetti comunicativi ma da un'azione combinata dei memi e delle app di trading che avevano garantito un servizio facilmente accessibile ed allo stesso tempo economico, vista la

¹¹ Per un approfondimento sul ruolo dei canali anche per la diffusione dei video su YouTube si veda in particolare S.H. LEE, D. OH, *The role of memes and network gatekeepers in viral K-pop diffusion on Youtube: a user enegagment analysis*, ottobre 2024, www.

¹² Nello specifico in data 28 gennaio 2021 transazioni di azioni per un valore di circa 359 non sono state possibili come evidenziato dalla SEC per problemi tecnici generati dall'"intenso traffico". Si vedano SEC Staff Rerport on Equity and Options Market Structure Conditions..., cit.; C. Mozee, GameStop stock worth \$359 million 'failed to deliver' following frenzied short-squeeze, 18 febbraio 2021, <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/gamestop-stock-359-million-failed-to-deliver-sec-short-squeeze-2021-2-1030097108>; SEC Data show 359 \$ million of Gamestop shares failed to deliver, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-17/sec-data-show-359-million-of-gamestop-shares-failed-to-deliver>.

¹³ Si veda SEC, Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021, p. 2, <https://www.sec.gov/files/staff-report-equity-options-market-struction-conditions-early-2021.pdf>.

¹⁴ In tal senso basti pensare che a luglio 2020 i prezzi delle azioni era di 5 dollari mentre nel gennaio 2021 è arrivato, proprio grazie all'azione sui social, a 483 dollari.

mancata applicazione di commissioni¹⁵. Questo secondo aspetto aveva facilitato una traduzione in acquisto delle intenzioni di tutte le tipologie di investitori, compresi quelli che potevano effettuare solo acquisti per importi limitati, favorendo così un flusso di ordini molto maggiore. Infatti, veniva consentito anche di aprire conti “cash” o “margin”. Questi ultimi, in particolare, consentivano all’utente di ricevere denaro per acquistare titoli o coprire le transazioni in assenza di liquidità disponibile attraverso i titoli presenti sul conto in funzione di garanzia.

Lo schema della mancata applicazione di commissioni da parte di broker dealer come Robin Hood non è una peculiarità del caso in questione perché è uno dei capisaldi del modello di business di queste apps ed anche una delle chiavi del loro successo in quanto, attraverso la convenienza economica, attraggono ed incrementano il numero degli utilizzatori, specialmente giovani, sottraendo quote di mercato ai broker consolidati sul mercato.

Di una simile offerta, nel caso di specie, meritano attenzione due aspetti, e cioè l’efficacia nel favorire l’assunzione della decisione di acquisto di titoli da parte dei singoli e la sostenibilità economica nel lungo periodo dell’assenza di commissioni.

Sul primo aspetto può essere utile sottolineare come la pubblicizzazione della mancata applicazione di commissioni, la presenza di una campagna social su una società collegata al mondo dei videogiochi e la possibilità di rapida conclusione dell’operazione tramite app abbiano attratto anche molti giovani senza un’adeguata conoscenza dei rischi finanziari verso titoli in genere attrattivi per un pubblico più esperto¹⁶.

Sul secondo aspetto, e cioè la capacità di offerta del servizio senza applicazione di commissioni, va innanzitutto sottolineato come si tratti di un’opzione spesso utilizzata nell’offerta di servizi finanziari da parte di piattaforme ed app. In tal senso basti ricordare ad esempio, come alcuni anni fa, nel contesto cinese, Alipay, app di pagamento sviluppata dalla piattaforma Ant Financial, non applicasse commissioni interbancarie¹⁷

¹⁵ La velocità di conclusione dell’operazione è insita nella app stessa e peraltro proprio le apps di trading avevano registrato proprio nel gennaio 2021 un rapido incremento di download.

¹⁶ Sul punto si veda in particolare il Quaderno giuridico Consob, n. 32 del gennaio 2025, *La gamification degli investimenti finanziari*, p. 18 ss.

¹⁷ Sul tema delle commissioni interbancarie e sulla loro rilevanza concorrenziale si veda in particolare F. MAIMERI, *La disciplina dei costi e delle commissioni interbancarie nella PSD2*, in F. MAIMERI, M. MANCINI, *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di*

proprio al fine di favorire il trasferimento da parte degli utenti di risorse dai conti correnti al portafoglio digitale. Una simile offerta non era invece applicabile all'operazione inversa¹⁸. Il successo era risultato tale che il drenaggio di risorse dai conti correnti aveva reso necessario un intervento normativo per l'introduzione di una soglia minima da detenere sui conti¹⁹.

Nel caso di Robin Hood, le necessarie entrate finalizzate a compensare questa mancanza di commissioni, dovevano derivare da una maggiore richiesta di servizi di consulenza, da interessi sui conti "margin" e da commissioni per servizi aggiuntivi. In realtà la vera "fonte di sostentamento" era rappresentata dai pagamenti da parte di altre società di trading per l'inoltro di ordini rispetto ai quali la Securities and Exchange Commission evidenziava una presenza di conflitti di interesse²⁰ visto che i pagamenti ricevuti dai wholesalers per acquisire il diritto di evasione del flusso di ordini degli investitori al dettaglio avevano un'entità solo apparentemente correlata al numero di ordini inoltrati²¹.

Infatti, gli addebiti risultavano elevati, superiori a quelli che avrebbero dovuto essere in base alle tariffe generalmente applicate.

In una normale dinamica di mercato, una situazione di questo tipo avrebbe dato luogo ad una perdita di competitività per chi applicava costi

pagamento fra PSD2, criptovalute e rivoluzione digitale, in Quaderni di ricerca giuridica, Banca d'Italia, n.87/2019, p. 83 ss.

¹⁸ Qualora la banca addebitasse commissioni per il trasferimento di fondi nel portafoglio digitale queste venivano rimborsate al cliente dal fornitore del portafoglio digitale.

¹⁹ In realtà la soglia è stata rivista al rialzo nel tempo visto che nel 2017 il vincolo di deposito era del 20% dei fondi da conservare in un conto di custodia in una banca cinese, tale percentuale è stata poi innalzata al 50% nel 2018. Alla luce del nuovo quadro per sostenere i costi, visto il numero sempre crescente di utenti (in Cina più di 700 milioni) era stata modificata la strategia con introduzione di una commissione seppur solo per le tipologie di utenti che superavano la spesa di 2000 yuan al mese. Per un approfondimento su Alipay e lo schema descritto si consenta il rinvio a A. CANEPA, *Chat & Pay: fisionomia e ruolo dei servizi di pagamento offerti dalla Big Tech*, in Riv. trim. dir. ec., 2021, p. 147 ss.

²⁰ SEC, Administrative Proceeding, File n. 3/20271.

Proprio per una ricostruzione delle fattispecie di conflitto di interessi si veda il lavoro di A. ANTONUCCI e M.T. PARACAMPO, *Conflitti d'interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo ii della legge risparmio e le sue successive modifiche*, in Banca Borsa e Titoli di credito, 2007, p. 285 ss.

²¹ Tali aspetti appaiono verificabili alla luce dell'esistenza della regola SEC 606 che richiede ai broker-dealer gestori di ordini di azioni ed opzioni per conto dei clienti di fornire rapporti trimestrali con informazioni specifiche sulle loro procedure di inoltro degli ordini. E' utile ricordare che i dati da fornire riguardano le negoziazioni su azioni ed opzioni ma non quelle relative alle criptovalute.

così elevati, generando un rischio di introiti su una delle principali entrate per sostenere l'assenza di commissioni. Ciò, però, non avveniva grazie proprio al flusso molto elevato di ordini di clienti che Robin Hood poteva garantire, difficilmente replicabile da chi applicava commissioni, supportato, in casi come quello descritto, proprio dai social e dai meme.

4. – Nel caso Gamestop si può ritenere che il meme abbia svolto una funzione strumentale diretta a favorire ed accelerare l'acquisto di titoli. Il ruolo del meme e le sue implicazioni sui mercati finanziari possono però anche essere "diretti" nel momento in cui viene coniato come crypto asset e commercializzato su piattaforme specializzate. Una simile evoluzione è favorita da due elementi, e cioè l'interesse suscitato sui social media e la facilità di conio e commercializzazione. Infatti, i social garantiscono una comunità di riferimento capace di diventare il bacino ideale per poter proporre anche una meme coin²². Del resto, ciò che ha già catturato l'attenzione ed è diventato virale²³ può risultare appetibile tra i medesimi utenti una volta coniato e suscitare interesse anche tra altri utenti con profili social tra i quali può essere pubblicizzata. Inoltre, il processo di conversione da contenuto ironico a crypto asset può avvenire rapidamente ed a basso costo visto che una piattaforma come Solana, tra le più utilizzate per questa finalità, garantisce un conio pressochè immediato di qualunque meme²⁴ ad un costo di circa 1 centesimo per transazione con possibilità di un alto numero di transazioni (fino a 50.000 al secondo) e comprensivo di dettagliate istruzioni sul procedimento da seguire²⁵.

²² Sul punto si veda anche M. MANNA, I. CESAROTTO, M. MILITELLO E A. SILVESTRINI, *Report on crypto-assets and the risk of money laundering*, Quaderni dell'antiriciclaggio, Banca d'Italia luglio 2025, p.20.

²³ Sempre la definizione data dall'Enciclopedia Treccani, cit., ricorda come il meme possa avere differenti rappresentazioni ed essere sia un video, che una foto che un disegno.

²⁴ Se guardiamo tra quelle più recenti si va da meme coin coniate dal presidente degli Stati Uniti Trump e da sua moglie Melania a quelle collegate all'elezione di Papa Leone XIV come Pope267 (il cui valore in 24 ore era salito del 1080%).

²⁵ La proliferazione di meme coin è alimentata anche da altre piattaforme, tra le quali Moonshot e Pump.fun. Quest'ultima però il 16 giugno scorso è stata sospesa nel Regno Unito così come il suo account su X per violazione delle regole del social media. Contestualmente sono stati sospesi anche gli account di altre piattaforme legate alla creazione di meme coin quali GMGN, Bloom Trading, BullX, ElizaOS. Si veda <https://www.coindesk.com/it/markets/2025/06/17/pumpfun-and-other-memecoin-accounts-suspended-from-x-in-apparent-crackdown>.

Le sue caratteristiche rendono una meme coin un crypto asset particolare di cui non esiste una definizione giuridica, ma caratterizzato da un'alta volatilità ed un valore speculativo nonché da una commercializzazione limitata nel tempo. Infatti, generalmente gli scambi hanno un andamento di rapida crescita per poi esaurirsi pressoché totalmente in modo rapido. Solo in pochi casi vi è stata un'evoluzione capace di prolungarne la durata nel tempo. Un esempio è offerto da Dogecoin che ha avuto un progressivo utilizzo nelle microtransazioni peer-to-peer e nelle mance e la cui società Dogecoin Ventures, attraverso la Dogecoin Foundation, è diventata, proprio nel settembre 2025, azionista di maggioranza della società italiana di calcio Triestina²⁶. Si tratta peraltro della prima volta in Europa che una criptovaluta e, nello specifico, una meme coin, controlla una società di calcio²⁷. Un altro esempio è quello di Floki Inu (FLOKI), nata nel 2021 con tema un cane, che si è evoluta in una serie di progetti quali piattaforme DEfi, marketplace NFT e piattaforme educative²⁸.

Alla luce della sua fisionomia, una meme coin, come ricordato da Consob in alcuni recenti casi²⁹, può essere considerata soggetta alla

²⁶ Su tale operazione si vedano le notizie di stampa <https://www.ilsole24ore.com/art/triestina-calcio-mani-criptovaluta-cara-elon-musk-dogecoin-foundation-e-primo-azionista-AHVxfLcC>; <https://www.rainews.it/articoli/2025/09/triestina-la-rivoluzione-dogecoin-il-club-passa-nelle-mani-della-criptovaluta--1e98128c-09c9-454e-84c7-42170e4ef9e0.html>.

²⁷ È utile ricordare come invece non si tratti della prima volta che vi è l'ingresso nel capitale di una squadra di calcio visto che la società Theter, gestore della stablecoin USDt ancorata al dollaro, ha acquistato nel febbraio di quest'anno una partecipazione di minoranza nel Juventus Football Club. Il comunicato Consob sulle partecipazioni rilevanti indica con data 10 febbraio 2025 una partecipazione di Theter nel capitale della Juventus pari al 5,015%. <https://www.consob.it/web/area-pubblica/w/comunicazioni-relative-a-partecipazioni-rilevanti-2025-02-19?redirect=%2Fweb%2Farea-pubblica%2Fquote%2Fpartecipazioni-r-elenco>. Sul punto si consenta il rinvio a A. CANEPA, *Un "gioco di squadra" all'insegna di gamification e microtransazioni: i rischi finanziari per l'utente tra fan tokens, NFTs e Loot-boxes*, in A. CANEPA, G. GRECO, U. MINNECI (a cura di), *Il fintech veste sportivo. Digitalizzazione, nuovi confini del mercato, regole*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2025, p. 177 ss.

²⁸ Tra i progetti collegati nell'ecosistema FLOKI vi sono ad esempio un metaverso di gaming NFT dove FLOKI è utilizzata come moneta nel gioco, una partnership con Inverse Finance che consente di prendere in prestito stablecoin, BTC, ETH ed altre criptovalute utilizzando FLOKI come garanzia (predefinito al 50% del valore dei token bloccati), e FLOKI Debit card. Maggiori dettagli sono reperibili su <https://floki.com/#ecosystem>.

²⁹ Si veda in tal senso quello relativo alla meme coin promossa da Fabrizio Corona, Delibera n. 23460 del 4 marzo 2025, <https://www.consob.it/web/area->

disciplina introdotta dal Regolamento europeo 2023/1114 (Markets in Crypto Assets -MICA) mediante qualificazione “c.d. other than”. In realtà, l’articolo 3, paragrafo 1, punto 5, potrebbe alimentare qualche dubbio su un simile inquadramento in quanto si richiede, quale attributo necessario di una cripto-attività, l’esistenza di una rappresentazione digitale di valore o di un diritto che, nella maggior parte dei casi, sembra difficile da ravvisare nelle meme coin. Infatti, la loro principale finalità di creazione ed appetibilità sembrerebbe perlopiù quella dell’intrattenimento³⁰ e del trading e, solo in casi rari di pagamento peer to peer con conseguente difficoltà di individuazione di quanto acquisito e dell’applicabilità della relativa tutela in senso civilistico.

Sulla questione però il Regolamento MICA al considerando 2 precisa anche come “le rappresentazioni di valore includono il valore esterno, non intrinseco, attribuito a un cripto-attività dalle parti interessate o dai partecipanti al mercato, vale a dire che il valore è soggettivo e basato solo sull’interesse dell’acquirente della cripto-attività”.

Inoltre, in sede di definizione dei criteri per una classificazione dei crypto assets³¹, le Linee Guida delle European Supervisory Authority (ESA) e gli Orientamenti dell’ESMA hanno fornito ulteriori elementi utili sulla questione.³²

Infatti le prime al punto 18 hanno precisato come “the terms ‘value’ and ‘right’ should be interpreted broadly” e, proprio con riferimento alle meme coin, espressamente menzionate in nota, hanno evidenziato come “Crypto-assets with no-intrinsic value, but having a value attributed to them by the seller / buyer or by market participants should be treated as digital representations of value”. Gli Orientamenti hanno anche aggiunto come non si possa prescindere, ai fini della qualificazione, da un’analisi delle caratteristiche caso per caso e indipendentemente dalla qualificazione data dall’emittente.

pubblica/-/delibera-n-23460 nonché il meno noto e precedente caso Moga, Delibera n.23433 del 19 febbraio 2025, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/-/delibera-n-23433>.

³⁰ La Consob nel provvedimento sulla meme coin di Corona, cit., fa riferimento ad uno “scopo puramente goliardico e provocatorio”. Sul punto si veda anche il contributo di FREGA, GASPERINI in questo numero.

³¹ ESA, Guidelines on templates for explanations and opinions, and the standardised test for the classification of crypto-assets, under Article 97(1) of Regulation (EU) 2023/1114, ESA 2024 28, 10 Dicembre 2024.

³² Orientamenti dell’Esma su criteri e condizioni per la qualificazione delle cripto attività come strumenti finanziari del 19 marzo 2025, ESMA75453128700-1323.

Infine, è utile tenere conto del fatto che la galassia delle meme coin non appare una categoria omogenea visto che, in qualche caso, sono ravvisabili anche utilità correlate. Basti pensare ad esempio a come la meme coin \$Bull coniughi, proprio come in molti NFTs, possesso e accesso attraverso il riconoscimento di utilità quali vantaggi esclusivi e ricompense a valore crescente per quei possessori che scelgono di detenere questa meme coin a lungo termine³³.

La natura di questa cripto attività e della sua disciplina è oggetto di discussione anche negli Stati Uniti dove la SEC ha evidenziato come, indipendentemente dall'etichettatura data dall'emittente³⁴, vi sia la necessità di individuare parametri per definire giuridicamente una meme coin.

Nello specifico l'Autorità americana ha ritenuto che non possano essere considerati né un utility token né un titolo vista la mancanza di un contratto di investimento, di un'iniziativa imprenditoriale con aspettativa di profitti nonché di un progetto al quale destinare gli introiti³⁵. Proprio alla luce di

³³ Tra i vantaggi esclusivi vi sono ad esempio il noleggio di jet privati, eventi VIP e possibilità di locazione di ville di lusso.

³⁴ Sulla difficoltà di classificazione di molti crypto-assets si veda in particolare T. GOODY GUILLEN, I. CORBETTI STERLING, *Paving the Path for Crypto Clarity: A Framework for Digital Asset Regulatory Structure: Discussion Draft*, Febbraio 2025, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5156725&utm_source=securitiesdocket.beehiiv.com&utm_medium=newsletter&utm_campaign=the-sec-s-reverse-sweep-in-crypto-enforcement-rolls-on&_bhlid=6bfbfc94149ce4a1a9bf66287c55f5fe60326272

³⁵ È utile ricordare che gli elementi richiamati per l'esclusione della qualificazione di una meme coin come titolo sono quelli del c.d. test di *Howey* delineato dalla giurisprudenza della Suprema Corte molti anni fa (pronuncia *W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 299 (19) e corrispondenti proprio all'esistenza di un'iniziativa imprenditoriale, di un progetto comune da portare avanti nonché da una raccolta di fondi da destinare allo sviluppo di tale progetto. E' da notare che secondo la giurisprudenza per stabilire un'impresa comune, non è necessario che i fondi degli investitori siano messi in comune; ciò che deve essere dimostrato è che le fortune degli investitori sono collegate a quelle dei promotori (*SEC v. Eurobond Exch.*, 13 F.3d 1334, 1339(9th Cir. 1994). Sull'applicabilità di questo test ai digital asset si veda SEC, Framework for "Investment contract" analysis of digital assets, 5 luglio 2024, <https://www.sec.gov/about/divisions-offices/division-corporation-finance/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>.

Per il dettaglio dell'analisi si veda SEC Division of Corporation Finance, Staff Statement On Meme Coins (Feb. 27, 2025, https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/staff-statement-meme-coins?utm_medium=email&utm_source=govdelivery).

questi elementi, tenuto conto che la domanda e gli scambi sono basati solo sul “viral sentiment”, le meme coin, pur non essendo i commissari tutti concordi su quest’impostazione³⁶, secondo la SEC dovrebbero essere considerate equiparabili ad oggetti da collezione o arte digitale come gli NFTs³⁷.

In realtà, differentemente da un NFT nel quale il rischio per chi acquista è legato ad una certa variabilità di valore nel tempo ed all’illiquidità, nella meme coin anche il valore attribuito da venditore e acquirente è destinato ad esaurirsi, pressochè totalmente e velocemente senza che vi siano altre utilità correlate quali l’accesso ad un club o ad eventi esclusivi (come nel caso, ad esempio, nella nota collezione Bored Ape)³⁸.

5. – Proprio la questione del valore e dell’andamento di mercato di una meme coin merita attenzione per i rapidi incrementi e altrettanto veloci crolli, indotti dall’hype, cioè dall’attenzione attribuita alla meme coin dalla comunità di riferimento. Inoltre, la mancanza di utilità correlate fa sì che il suo valore possa essere considerato altamente “soggettivo” e come tale inevitabilmente soggetto a forti oscillazioni e rischi. Anche per questo alcuni autori hanno assimilato le meme coin ad uno schema di Ponzi visto che il

Sul tema in dottrina in particolare F.D. DE MARTINO, S. GAULT-BROWN, *Implications of the SEC’s Stance that Meme Coins are not Securities*, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 19 marzo 2025, <https://corpgov.law.harvard.edu/2025/03/19/implications-of-the-secs-stance-that-meme-coins-are-not-securities/> e D. GUENTHER, *Cryptocurrencies, NFTs and the Expanding definition of “investment contract”: has the SEC already torpedoed the Howey test?*, Michigan Public Law Research paper 24-055, June 2025.

³⁶ In particolare, si registra su tale conclusione il dissenso della Commissaria Caroline Crenshaw sul quale si veda Response to staff statement on meme coins: what does it meme?, 27 febbraio 2025, rep. <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/crenshaw-response-staff-statement-meme-coins-022725>.

³⁷ Nonostante tale equiparazione resta ferma la necessità di una verifica caso per caso della reale natura, vista anche la minore tutela riconosciuta in caso di perdita di valore. Inoltre, questa qualifica non influisce sui poteri di intervento della Commodities Futures Trading Commission (CFTC) nel perseguire i casi di frode e manipolazione del mercato.

³⁸ Gli NFTs, di questa collezione, acquistati in alcuni casi anche a prezzi molto elevati, venivano presentati come capaci di attribuire “vantaggi e offerte che aumenteranno nel tempo”. Si veda in tal senso il sito <https://boredapeyachtclub.com/#/home>.

vero valore sembra quello di riuscire a convincere altri a far parte della community dei possessori³⁹.

A quanto appena richiamato si aggiunge anche la possibile presenza di fenomeni di manipolazione del mercato realizzati mediante un incremento artificiale della domanda seguita da una rapida vendita con conseguente discesa del valore fino quasi all'azzeramento. Se consideriamo la negoziazione di titoli o criptovalute, i fenomeni di "pump and dump" si realizzano generalmente in quattro fasi in rapida successione. Queste possono essere enucleate nell'acquisizione del titolo, nell'innescare del "pump", nella crescita rapida degli acquisti ed infine nella rapida vendita appena si concretizza una buona crescita del prezzo⁴⁰. In questo modo si configura una frode nei confronti di tutti quegli acquirenti che non hanno compreso come sia stata realizzata una crescita artificiale del prezzo di un titolo o una criptovaluta a bassa capitalizzazione.

Con l'evoluzione tecnologica, l'alterazione può essere attuata attraverso nuove ed ulteriori modalità e con riferimento alla negoziazione non più soltanto di strumenti finanziari tradizionali. Nello specifico le novità riguardano non solo la natura di ciò che può essere oggetto di negoziazione ma anche il ricorso ad algoritmi, capaci di inviare simultaneamente ordini piccoli e grandi di acquisto e di vendita per manipolare la rappresentazione degli scambi⁴¹, e l'azione di un influencer tramite i social media⁴². In questo

³⁹ Si vedano in particolare J. SCHARFAM, *Meme coins, Honeypots and Artificial Intelligence – Enabled Crypto Fraud*, in ID., *The Cryptocurrency and Digital Asset Fraud Casebook*, Volume II, Springer, 2024 p. 221 ss.; D.V. VOINEA, *Pump.fun and meme-coins: a case study in the legal commodification of ponzi-like tokenomics*, *Annals of the University of Craiova for Journalism, Communication and Management*, Volume 11, 2025, 15 ss. Più in generale sul tema cryptocurrency e schema Ponzi si veda anche SEC, *Ponzi schemes Using virtual Currencies, Investor Alert*, https://www.sec.gov/investor/alerts/ia_virtualcurrencies.pdf.

⁴⁰ Sul *pump and dump* esiste una vasta letteratura con specifico riferimento allo sfruttamento dei social media si vedano tra gli altri A. VERSTEIN, *Crypto Assets and insider trading law's domain*, *Iowa Law Review*, 2019, p. 1; H. NGHIEM, G. MURIC, F. MORSTATTER, E. FERRARA, *Detecting cryptocurrency pump-and-dump frauds using market and social signals* 2021, F. EIGELSHOVEN, D.A. PERRY, A. ULLRICH, *Cryptocurrency market manipulation: a systematic literature review*, Paper Conference ICIS 2021, https://www.researchgate.net/publication/354995772_Cryptocurrency_Market_Manipulation_A_Systematic_Literature_Review D. ARDIA, K. BLUTEAU, *Twitter and cryptocurrency pump-and-dumps*, *International Review of Financial Analysis*, vol. 95, 2024, p.103479.

⁴¹ Sul punto in particolare a, F. CONSULICH, *Il nastro di Mobius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, pp. 218; A. LUPOI, *La negoziazione algoritmica ad alta frequenza e la struttura*

secondo caso ciò che rileva è l'idoneità della tipologia di comunicazione e del linguaggio utilizzato, insieme alla fiducia che è in grado di generare proprio per il soggetto, riconosciuto e seguito sui social, dal quale proviene. La particolarità rispetto ad uno "schema non digitale" risiede in primo luogo nell'ampia varietà di crypto-assets che possono essere presentati, visto che non sempre si assiste ad una pubblicizzazione o invito all'acquisto espliciti, ed anche nel fatto che la comunicazione coinvolge un numero molto ampio e non preventivamente identificato di soggetti. Le stesse meme coin, come anticipato, sono una categoria complessa e per la quale l'oscillazione e la variabilità del prezzo sono insite nella loro natura speculativa. Eppure, l'alterazione sensibile del prezzo può avvenire in modo ancor più rapido di quello che generalmente si registra grazie ad un'acquisizione preventiva "segreta" o, meglio, orchestrata molto spesso dal promotore/i in forum e canali social riservati, tendenzialmente anonimi, come Telegram o Discord⁴³. Questa di solito viene seguita dalla diffusione di messaggi capaci di

dei mercati: due casi negli Stati Uniti, in *Riv. dir. comm.*, 2019, p. 4 ss. M. PALMISANO, *L'abuso di mercato nell'era delle nuove tecnologie*, in *Dir. pen. cont.*, 2019, pp. 129 ss.; Consob, *AI e abusi di mercato: le leggi della robotica si applicano alle operazioni finanziarie?*, Quaderni giuridici, maggio 2023, p.35 ss.

⁴² Attualmente non esiste una nozione giuridica di influencer ma sulle problematiche indotte dalla loro attività social, in particolare per quanto concerne la realizzazione di pratiche commerciali scorrette sono già più volte intervenute Autorità europee di regolazione del settore finanziario e non solo. Si vedano il Documento del Parlamento Europeo, *The impact of influencers on advertising and consumer protection in the Single Market*, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies Directorate-General for Internal Policies F. MICHAELSEN, L. COLLINI et al. PE 703.350 - February 2022, www.europarl.europa.eu; l'ESMA's Statement on Investment Recommendations on Social Media, ESMA70-154-2780, del 28 ottobre 2021, ESMA, Final report on European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, ESMA 35-42-1227, del 29 aprile 2022; ESAs, EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets. ESA 2022 15, del 15 marzo 2022.; ESMA, Warning for people posting investment recommendation on social media, Esma74-1103241886-912 del 6 febbraio 2024; World Economic Forum, *The Future of Financial Advice*, White paper 2024, OECD, *Undestraining and responding to financial consumer vulnerability*, Business and Finance Policy Papers n.83, 2025, p.20; Consob, *Richiamo di attenzione sui rischi potenziali connessi con l'attività degli influencer finanziari*, n.2 del 6 giugno 2025.

In dottrina tra gli altri A. CANEPA, *Social media e fin-influencers come nuove fonti di vulnerabilità digitale nell'assunzione delle decisioni di investimento*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2022, p. 324 ss.

⁴³ Sul punto in particolare E.Y. KOMOVA, *Legal aspect of the "pump and dump" schemes for manipulating cryptocurrency*, Eur.Proc. Social and Behav. Sc., February 2021, <https://www.europeanproceedings.com/article/10.15405/epsbs.2021.04.02.203>

intercettare l'attenzione degli utenti grazie all'utilizzo di parole di tendenza selezionate dagli algoritmi. Proprio la percezione generata dall'apparente alto interesse di mercato e dal crescente volume di transazioni è idonea a coinvolgere investitori ignari della dinamica in atto che pensano di poter guadagnare dall'acquisto della meme coin in questione. Anzi, proprio i segnali di scarsità artificiale generati contribuiscono a generare la percezione che sia necessario procedere rapidamente all'acquisto per "non perdere un'occasione". In corrispondenza dell'incremento dei volumi di scambio, però, coloro che ne hanno artificialmente fatto crescere il prezzo procedono alla vendita con conseguente perdita rapida di valore per tutti gli altri possessori inconsapevoli della condotta attuata.

Ai sensi dell'art. 185 del TUF un'alterazione sensibile del prezzo provocata mediante notizie false, operazioni simulate o altri artifici identifica una manipolazione del mercato punibile. Inoltre con specifico riferimento ai crypto-assets il Regolamento MICA prevede esplicitamente la fattispecie definendo le informazioni privilegiate come quelle di natura precisa e non pubbliche che se divulgate risultano capaci di produrre effetti significativi sui prezzi⁴⁴ e stabilendo come "a nessuno è consentito effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni del mercato" e individuando quali attività capaci di dare luogo ad una manipolazione la fornitura di informazioni false o fuorvianti, anche attraverso internet, in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di un cripto-attività e la fissazione o possibilità di fissazione del prezzo ad un livello anormale o artificiale⁴⁵. Proprio l'utilizzo del termine "nessuno" sembra una scelta

⁴⁴ La definizione è fornita dall' art. 87, comma 1, lett. a) e b) del Regolamento MICA. Il titolo VI (art. 86- 92) è interamente dedicato alla disciplina degli abusi di mercato.

⁴⁵ Dopo il primo comma citato, l'art. 91 al co.2 stabilisce: "Ai fini del presente regolamento, per manipolazione del mercato si intendono le attività seguenti: a) salvo che per motivi legittimi, concludere un'operazione, collocare un ordine di negoziazione o porre in essere qualsiasi altra condotta che: i) fornisca, o sia suscettibile di fornire, indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di una cripto-attività; ii) fissi, o sia suscettibile di fissare, il prezzo di una o più cripto-attività a un livello anormale o artificiale; b) concludere un'operazione, collocare un ordine di negoziazione o porre in essere qualsiasi altra attività o condotta che incida o possa incidere sul prezzo di una o più cripto-attività utilizzando uno strumento fittizio o qualsiasi altro tipo di inganno o espediente; c) diffondere informazioni attraverso i media, compreso Internet, o qualsiasi altro mezzo che forniscano, o è probabile che forniscano, segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di una o più cripto-attività, o che fissino, o è probabile che fissino, il prezzo di una o più cripto-attività a un livello anormale o artificiale, compresa la diffusione di informazioni non confermate, qualora la persona

dettata dalla volontà di poter includere anche i comportamenti posti in essere da figure non specializzate, come gli influencer e non solo, che su internet forniscono informazioni o pubblicizzano in maniera più o meno esplicita cripto-attività con possibile realizzazione non solo di pratiche commerciali scorrette ma anche di effetti rilevanti sul mercato. La possibilità, però, di applicabilità della disciplina sulla manipolazione non riguarda solo il soggetto che diffonde informazioni, ma anche “l’oggetto” rispetto al quale vengono diffuse. In sostanza, ciò significa che rileva anche la natura delle meme coin e la sua qualificazione di strumento finanziario, difficilmente individuabile ai sensi della normativa europea, ai fini dell’applicabilità⁴⁶.

Anche negli Stati Uniti, seppur in presenza di una normativa differente, due casi, ben evidenziano la questione. Il primo, in realtà, aveva riguardato un Non Fungible Token (NFT); il secondo, invece, proprio una meme coin promossa da una nota influencer. Nella prima situazione, verificatasi qualche anno fa, dal punto di vista soggettivo la potenziale condotta lesiva era stata realizzata da un ex dirigente della piattaforma OpenSea,

responsabile della diffusione sapesse, o avrebbe dovuto sapere, che le informazioni erano false o fuorvianti. 3. Sono considerate manipolazione del mercato, tra l’altro, le condotte seguenti: a) l’acquisizione di una posizione dominante sull’offerta o sulla domanda di una cripto-attività, che abbia o possa avere l’effetto di fissare, direttamente o indirettamente, i prezzi di acquisto o di vendita oppure crei, o possa creare, altre condizioni commerciali inique; b) l’inoltro di ordini a una piattaforma di negoziazione di cripto-attività, compresa qualsiasi cancellazione o modifica degli stessi, mediante qualsiasi mezzo di negoziazione disponibile, e che produca uno degli effetti di cui al paragrafo 2, lettera a), attraverso: i) la compromissione o il ritardo del funzionamento della piattaforma di negoziazione di cripto-attività o l’esecuzione di qualsiasi attività che possa avere tale effetto; ii) l’esecuzione di azioni intese a ostacolare l’individuazione di ordini autentici sulla piattaforma di negoziazione di cripto-attività da parte delle altre persone o qualsiasi attività che possa avere tale effetto, anche mediante l’inserimento di ordini che determinano la destabilizzazione del normale funzionamento della piattaforma di negoziazione di cripto-attività; iii) la creazione di un segnale falso o fuorviante in merito all’offerta, alla domanda o al prezzo di una cripto-attività, in particolare mediante l’inserimento di ordini per avviare o aggravare una tendenza, o l’esecuzione di qualsiasi attività che possa avere tale effetto; c) l’uso occasionale o abituale dei mezzi di informazione tradizionali o elettronici al fine di esprimere pareri su una cripto-attività, nella quale si sono prese posizioni in precedenza, e di approfittare successivamente degli effetti prodotti da tali pareri sul prezzo di detta cripto-attività, senza avere nel contempo reso pubblico detto conflitto di interesse in modo adeguato ed efficace”.

⁴⁶ Le meme coin non sono menzionate nell’allegato I, sezione C, della Direttiva 2014/65/EU e, come evidenziato da Frega e Gasperini in questo numero, non attribuiscono al possessore diritti patrimoniali idonei a farli ritenere un prodotto finanziario.

specializzata nella commercializzazione di NFTs, responsabile dell'inserimento in vetrina degli NFTs. Questo soggetto aveva proceduto all'acquisto di molti pezzi della medesima collezione prima di effettuare l'esposizione e, appena effettuato il caricamento sulla piattaforma, aveva rapidamente rivenduto quanto acquistato beneficiando di prezzi notevolmente più alti di quelli di acquisto proprio grazie alla pubblicizzazione e visibilità garantita dalla piattaforma. L'incentivo all'adozione di tali comportamenti nel caso dei marketplaces risulta amplificato dall'ampia discrezionalità nel decidere non solo le tempistiche di commercializzazione di un NFT ma anche il grado di visibilità da attribuirgli grazie al posizionamento riconosciutogli.

Anche per questo la condotta anticipatrice avvenuta nel 2021 non è l'unica nell'ambito dei crypto-assets con tale fisionomia perché se ne può ricordare una simile relativa ad un dipendente di Coinbase che aveva trasmesso informazioni ad alcuni con i quali era in contatto su una imminente negoziazione di attività digitali consentendo loro di acquisirle in anticipo per poi beneficiare del rialzo avvenuto con la commercializzazione⁴⁷.

Nel caso del dipendente di OpenSea, la District Court di New York, visto il comportamento tenuto ed il guadagno realizzato, aveva aperto un'indagine nella quale si faceva riferimento alla fattispecie di insider trading. Tale fattispecie, però, pur essendo menzionata nel procedimento, era stata però rubricata come frode telematica per la natura dell'NFT e l'impossibilità di ravvisare, nel caso in questione, vista la natura dell'NFT, l'esistenza di una condizione necessaria quale la presenza di uno strumento finanziario⁴⁸.

⁴⁷ Si veda SEC il 21 luglio 2022 (SEC Charges Former Coinbase Manager, Two Others in Crypto Assets Insider Trading Action, disponibile su www.sec.gov/news/press-release/2022-127). Sulla questione in particolare M. MAUGERI, *Cripto-attività e abusi di mercato*, Osservatorio del dir. Civ. e comm., 2022, fasc. spec., p. 418 ss.

⁴⁸ Nello specifico, il dipendente N. Chastain avrebbe sfruttato le informazioni confidenziali possedute nel periodo tra maggio e settembre 2021 e questo gli avrebbe consentito di vendere, ad es. il 2 agosto 2021, l'NFT "the Brawl 2" ad un prezzo doppio rispetto a quello di acquisto, e il 9 agosto l'NFT "Flipping and Spinning" addirittura ad un prezzo del 250% superiore a quello di acquisto. Il procedimento è il 22 CRIM 305 reperibile su <https://www.justice.gov/usao-sdny/press-release/file/1509701/download>.

Va segnalato come in un recente caso, relativo all'ambito sportivo, seppur in situazioni specifiche, gli NFTs siano stati riconosciuti come securities. Si veda Friel v. Dapper Labs, Inc., et al., United States District Court, Southern District of New York,

Nel secondo caso preso in considerazione e oggetto del prossimo paragrafo la questione ha riguardato proprio una meme coin.

5.1 – Il caso di interesse, verificatosi lo scorso, ha riguardato la meme coin \$Hawk, ispirata ad Heliey Welch, nota come Hawk Tuah Girl, divenuta famosa grazie ad un meme virale che le ha procurato anche un altissimo numero di follower su Instagram, TikTok e Snapchat, facendola diventare un'influencer autrice del quinto podcast più popolare a livello globale⁴⁹. Nello specifico, attraverso campagne promozionali sui social, in particolare su X, e discussioni nel podcast gestito dalla Welch, era stato generato un effetto di attesa e una grande attenzione per l'offerta della \$Hawk creata su Solana. In particolare, il marketing realizzato per anticipare l'offerta al pubblico evidenziava come l'acquisto di questa meme coin rappresentasse la partecipazione ad un movimento culturale capace di coinvolgere un numero sempre maggiore di soggetti. La finalità era chiaramente quella di mettere in luce possibili ulteriori funzionalità o utilità derivanti dall'acquisto, oltre a quelle di appartenenza alla comunità di riferimento dell'influencer.

Proprio il collegamento con la Welch, influencer con un alto numero di followers ed il c.d. "effetto contesto" cioè la capacità delle reti social di creare senso di appartenenza e favorire l'effetto emulazione⁵⁰, aveva fatto ritenere a

Decision No. 1:21-cv-5837, —F.Supp. 3d—, 22 february 2023, <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/new-york/nysdce/1:2021cv05837/562991/43>.

Sul punto si vedano in particolare A. CANEPA, *NFTs, Gamification e utilità correlate. Andamento del mercato tra diminuzione dell'interesse al possesso ed incremento di valore dell'accesso*, in EAD. (a cura di), *Il mercato dei non fungible tokens tra arte, moda e gamification*, Milano, 2024, p. 29 ss. e P. MAGGINI, A. PANTALEO, *La disciplina degli abusi di mercato nel Micar con particolare riferimento alla gestione e comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate concernenti criptoattività*, in L. Ammannati, A. CANEPA, G. GRECO, U. MINNECI, *Mercati finanziari e transizione digitale. Una tassonomia*, Torino, 2025, p. 142 ss.

⁴⁹ A seguito del suo meme virale è divenuta nota come Hawk Tuah Girl ed ha promosso il podcast "Talk Tuah with Halliey Welch", <https://open.spotify.com/show/7KCh1Z181LOih3IP6EbqNR>.

⁵⁰ La componente emozionale, fondamentale per l'assunzione di qualunque decisione, compresa quella di scambio, sui social media, è rafforzata dall'idea della coincidenza di interessi ed azioni con gli appartenenti alla propria rete. Proprio quest'elemento velocizza le decisioni e facilita anche il coordinamento di scelte collettive. Sul tema si vedano in particolare A. TVERSKY, D. KAHNEMAN, *The framing of decision and the psychology of choice*, Science, 1981, p. 453 ss.; M.J. ROSZKOWSKI, G.E. SNELBECKER, *Effects of "framing" on measures of risk tolerance: Financial planners are not immune*, Journal of Behavioral Economics 1990, n. 3, p. 237 ss.; N. LINCiano, *Le distorsioni comportamentali e la consulenza finanziaria*, in AGE, 2012, p. 1 ss.; U. MORERA,

molti che si trattasse di un “progetto” affidabile, destinato ad avere successo e generare profitti grazie ad una capacità di mantenere anche una parte del valore nel tempo⁵¹.

L’offerta al pubblico era stata preceduta da una prevendita della meme coin che aveva raccolto 2,8 milioni di dollari e quanto collocato durante la prevendita era stato sbloccato durante il Token Generation Event, consentendo agli investitori di negoziarli immediatamente dopo il lancio. Inoltre, era stato creato un pool di liquidità su *exchange* decentralizzati per facilitare il trading e garantire l’accesso al mercato agli investitori.

Ciò aveva dato luogo ad un’immediata crescita dell’attività di trading, del valore e della capitalizzazione di mercato che da 16 milioni di dollari era salita rapidamente in poche ore ad una di 500 milioni per poi crollare in soli 20 minuti a 25 milioni⁵². La fiducia emozionale, basata sulle informazioni diffuse nel podcast, insieme ad un mix di messaggi brevi, segni e immagini, aveva probabilmente indotto una parte degli acquirenti a finalizzare rapidamente l’acquisto senza tenere in adeguata considerazione i rischi che la meme coin, in quanto asset altamente speculativo, aveva in sé. Del resto, l’insieme delle tecniche comunicative e persuasive utilizzate consente non solo di orientare le scelte di acquisto, ma anche di ridurre il tempo di valutazione ed assunzione della decisione.

Sul punto è utile ricordare come il considerando 42 della Direttiva europea 2023/2673 sui contratti di servizi finanziari conclusi a distanza evidenzia come gli influencer potrebbero incoraggiare i consumatori “a prendere decisioni senza riflettere sulle conseguenze e i relativi rischi e acquistare servizi finanziari che non corrispondono alle loro esigenze” ed aggiunge come “Vi sono stati casi negli Stati membri in cui le pratiche di

E. MARCHISIO, *Finanza, mercati e regole...ma soprattutto persone*, in AGE, 2012, p. 5 ss.; F. VELLA, *Diritto ed economia comportamentale*, Mulino, Bologna, 2023, p. 25 ss. Sulla specifica azione della figura dell’influencer si consenta il rinvio a A. CANEPA, *Social media e fin-influencers come nuove fonti...*, cit., 307 ss.

⁵¹ In tal senso, ad esempio, merita ricordare come in precedenza la memecoin BONK avesse registrato un rialzo del prezzo giornaliero tra il 3 e il 4 gennaio 2023 di oltre il 150% con guadagni di oltre il 2200%. Si veda S. Malwa, *Solana’s SOL Token Surges 20% as Dog Coin Bonk Fires Up Community Interest*, CoinDesk, January 3, 2023, <https://www.coindesk.com/markets/2023/01/03/solana-price-gains-as-dog-coin-bonk-fires-up-community-interest> e ID., *Shiba Inu-Themed BONK Tokens Are Yielding Nearly 1,000% for Solana Liquidity Providers*, <https://www.coindesk.com/markets/2023/01/04/shiba-inu-themed-bonk-tokens-are-yielding-nearly-1000-for-solana-liquidity-providers>.

⁵² Il lancio di \$Hawk era avvenuto il 4 dicembre 2024. Il progetto ha avuto un’allocazione iniziale del 17% dei token ad un gruppo selezionato di individui.

marketing degli influencer hanno indotto in errore i consumatori pubblicizzando taluni prodotti di servizi finanziari sulle piattaforme di social media senza informare in merito al rischio di perdite per i consumatori”⁵³.

Nel caso di specie i rischi, peraltro, si erano velocemente concretizzati visto che il valore di mercato dopo essere salito in poche ore a 491 milioni di dollari era sceso altrettanto rapidamente del 90% dando luogo per molti degli acquirenti a notevoli perdite. Proprio per questo alcuni di coloro che avevano acquistato la meme coin e registrato ingenti perdite hanno promosso nel dicembre 2024 anche una causa di fronte alla Corte di New York⁵⁴ per violazione della Federal Securities Law vista la mancanza di registrazione delle meme coin come titolo e la pubblicizzazione effettuata vietata ai sensi della sezione 5 del Securities Act. Sul punto è utile ricordare, come anticipato, che la SEC, nel febbraio 2025, aveva però ritenuto le meme coin assimilabili non ad un titolo bensì ad un NFT, seppur con la necessità di una valutazione caso per caso, proprio per le differenze che caratterizzano questa categoria. Una simile assimilazione ha fatto sì che risultasse complesso ipotizzare a carico dell’influencer in questione l’applicabilità della normativa sulla manipolazione del mercato.

6. – La proliferazione di meme coin negli ultimi anni, sempre più utilizzate e la cui creazione è diventata appannaggio anche di figure istituzionali (basti pensare anche alla recente attualità per averne esempi), segnala una sinergia sempre più stretta tra comunicazione e finanza ed al contempo apre nuove questioni giuridiche a partire dalla disciplina applicabile. Proprio un’analisi completa del fenomeno non può però non evidenziare anche un altro aspetto degno di attenzione, correlato proprio alla loro breve permanenza sul mercato e alla capacità di mantenimento di valore, vista anche la loro stretta correlazione all’hype.

Infatti, proprio le tecniche di pump and dump e l’incremento dello “slancio speculativo” che suscitano⁵⁵ fanno sì che possano risultare di interesse anche

⁵³ Direttiva (UE) 2023/2673 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 novembre 2023, che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE.

⁵⁴ Nello specifico la United States District Court for the Eastern District of New York, Caso N. 24-cv-8650, 19 dicembre 2024, <https://www.nyed.uscourts.gov/case-information> e https://unicourt.com/case/pc-db5-casegu7d0773b95fcd-1992455?init_S=ct_ltst

⁵⁵ In particolare, sui dati di conio di Solana ed in particolare di Pumpfun si veda <https://coinmarketcap.com/> e in dottrina T. COLON, S. CORBET, *Memecoin contagion*:

per le organizzazioni criminali. Proprio un recente caso nel Regno Unito ha evidenziato come una simile ipotesi abbia già avuto un primo riscontro visto che una street gang, operativa nel traffico di droga, aveva coniato e commercializzato una propria memecoin. Nello specifico, a fini di riciclaggio e reperimento di risorse di provenienza lecita era stata utilizzata proprio la tecnica del pump and dump supportata nella fase di lancio da una pubblicizzazione sui social media⁵⁶. Del resto, nel Regno Unito, nel dicembre 2024, la Financial Conduct Authority (FCA) era già intervenuta per segnalare i rischi legati proprio alle memecoin coniate su Solana, nell'ambito di un intervento nei confronti dei creatori della meme coin denominata Retardio, alla quale era abbinata anche una collezione di NFTs⁵⁷. Nell'occasione la FCA aveva ricordato anche una questione più generale relativa la tutela degli utenti e nello specifico il fatto che gli acquisti di Retardo non avrebbero consentito né la possibilità di accedere al Financial Ombudsman Service né al Financial Service Compensation Scheme.

Il collegamento tra le criptovalute e le operazioni di wash trading era già emerso e proprio per questo si potrebbe ritenere che le memecoin rappresentino solo l'ultima frontiera tecnologica in un "binario già noto". In realtà, però, un più attento esame evidenzia come la loro semplicità di creazione ed economicità meritino un'attenzione in più perché possono garantire alle organizzazioni criminali una maggiore efficacia di azione grazie alla loro veloce creazione e altrettanto rapida scomparsa dal mercato, capaci di rendere più difficile l'individuazione della natura illecita.

Abstract

WHEN IRONY BECOMES FINANCE: MEME COINS, LEGAL FRAMEWORK, INFLUENCERS, AND THE RISKS OF THE "PUMP AND DUMP" SCHEME

Il lavoro analizza il ruolo e le caratteristiche del meme, una forma di comunicazione ironica molto diffusa sui social media e che negli ultimi anni ha

irrationality, illicit behaviour and cryptocurrency risk, Finance Letter Research, 86, 2025, p.108264; L. GALATI, S. PERDICCHIZZI, *From zero to hero: memecoins' spillover effects in cryptocurrency markets*, Economics Letters, 253, 2025, p. 112381.

⁵⁶ Per maggiori dettagli si vedano *How UK Drugs Dealers Launched their own cryptocurrency to launder money*, <https://fincrimcentral.com/uk-drug-dealers-cryptocurrency-launder-money/> nonché <https://www.binance.com/ar/square/post/23290336075546> <https://www.bitget.com/news/detail/12560604713953>.

⁵⁷ Si veda l'intervento della FCA del 16 dicembre 2024 che aveva pubblicato un avviso nel quale aveva evidenziato come il progetto e quanto proposto non avessero l'autorizzazione dell'Autorità, <https://www.fca.org.uk/news/warnings/retardio-retardioxyz>.

assunto una rilevanza sempre maggiore anche in ambito finanziario. Nello specifico viene evidenziato come il meme, grazie alla sua capacità di coinvolgimento, possa determinare l'assunzione di decisioni contestuali da parte di un elevato numero di soggetti (c.d. effetto gregge) capaci di produrre effetti immediati, imprevisti e rilevanti sui mercati finanziari come avvenuto nel caso Gamestop. Più di recente, però, il meme sempre più spesso ha assunto esso stesso natura finanziaria attraverso il conio di una meme coin. Il paper analizza proprio quali siano in questo caso la natura giuridica e la disciplina applicabile, soffermandosi anche sul ricorso frequente per la commercializzazione di meme coin a tecniche, come il pump and dump, foriere di rischi per l'utente ed il mercato.

This paper examines the role and characteristics of memes, a form of ironic communication that has become increasingly prevalent on social media in recent years, particularly in the financial sector. It highlights how memes, due to their engaging nature, can influence the decisions of a large number of people, a phenomenon known as the herd effect. This can lead to immediate, unexpected, and significant effects on financial markets, as occurred in the GameStop case. Recently, memes have also started to take on a financial aspect through the creation of meme coins. This paper analyzes the legal status and applicable regulations in this case, also focusing on the frequent use of deceptive marketing techniques, such as the pump-and-dump scheme. These practices show risks for users and the market.
