

Gustavo Ghidini e Emilio Girino

## **Criptovalute, criptoattività, regole e concorrenza: la ricerca imperfetta di un equilibrio perfetto**

SOMMARIO: 1. L'evoluzione digitale dei sistemi bancari e finanziari. Per una corretta determinazione del perimetro d'indagine. Le incertezze dell'approccio normativo. – 2. Natura e funzione della criptovaluta: il valore finanziario intrinseco. – 3. Il riconoscimento positivo della funzione di investimento intrinseca alla criptovaluta. – 4. I prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale: ampliamento del raggio operativo. – 5. Il non agevole raccordo fra la normativa settoriale e la disciplina generale dei servizi bancari e finanziari. – 6. Evoluzioni criptovalutarie: *stablecoin*, *central bank digital money*, *ICO* e *token*. Dal tramonto del sogno anarchico all'anelito di stabilità. – 7. Esitazioni normative, rischi di alterazione concorrenziale, sottoprotezione del risparmio: la scelta integrativa quale soluzione di equilibrio. – 8. Il regolamento italiano di sperimentazione Fintech quale punto di partenza per una rivisitazione dell'impianto normativo.

### **1. L'evoluzione digitale dei sistemi bancari e finanziari. Per una corretta determinazione del perimetro d'indagine. Le incertezze dell'approccio normativo**

Il momento di emersione di tutto ciò che sia segnato da un percorso di inevitabilità storica tende a concentrarsi, quasi improvvisamente, in un ambito temporale molto ristretto. La storia del Fintech<sup>1</sup> non è diversa e la deflagrazione si è registrata nell'ultimo quinquennio. La navigazione in rete consente d'imbattersi in plurime realtà digitali, in senso lato “finanziarie”, più o meno lecite, talvolta più che lecite, talaltra decisamente illecite o collocate ai confini della legittimità, in aree grigie difficilmente tratteggia-

---

<sup>1</sup> “Attività di tecno-finanza volte al perseguimento, mediante nuove tecnologie, dell'innovazione di servizi e di prodotti nei settori finanziario, creditizio, assicurativo”: così la definizione contenuta nello schema di regolamento ministeriale di cui si tratterà in chiusura di questo contributo.

bili, spesso sfuggenti ad una precisa regolamentazione. Così, mentre esistono siti pienamente legittimati dal diritto vigente (siti di *equity crowdfunding* o di *social lending*, ad esempio), pullulano altresì aree virtuali, spesso all'ombra dell'assai generica e ambigua autoqualificazione di *market-places*, che svolgono attività di intermediazione creditizia o finanziaria e che o si pongono, appunto, in scontro frontale con la legislazione vigente ovvero sfruttano i vuoti del sistema per incunearvisi.

La contaminazione fra finanza e tecnologia è un fenomeno, per vero, in atto da tempo: le contrattazioni borsistiche effettuate in via telematica hanno soppiantato i mercati alle grida da un quarto di secolo, l'*e-banking* e il *trading on line* sono alternative gestionali di ogni istituto bancario, i metodi di pagamento elettronico sono a loro volta parte di una datata quotidianità. Queste fattispecie, che oggi definiremmo quasi elementari, sono tuttavia accomunate da un preciso tratto funzionale: non sono reali innovazioni tecnologiche, capaci di assumere una fisionomia autonoma nel panorama dell'offerta di servizi, bensì forme di semplificazione gestionale, dove la tecnologia svolge pur sempre una funzione ancillare rispetto ad operatività di tipo tradizionale.

Al contrario, il Fintech, perlomeno nella sua più o meno condivisa accezione corrente e nelle sue più dirompenti manifestazioni, si muove lungo un sentiero inverso. La tecnologia realmente *disruptive* cessa di svolgere una funzione servente rispetto all'attività tradizionale per porsi, essa stessa e proprio in quanto tecnologia, quale "alternativa sostanziale" ai modelli non virtuali: non già la finanza che usa la tecnologia, bensì la tecnologia che "si fa finanza". Siffatta avanzata, per così dire, "dal basso" è solo moderatamente ravvisabile in quei minimi esempi dianzi accennati (*crowdfunding* e *social lending*), dove la tipologia di servizio è propriamente una sottospecie di soluzioni operative note e la risposta normativa è stata rapida e inclusiva, traducendosi in una riuscita scelta di regolamentazione leggera (altresì resa possibile dalla dimensione contenuta del fenomeno e dalla sua limitata "invadenza sistemica"). L'effetto si manifesta propriamente in quelle nuove fenomenologie d'incursione tecno-finanziaria che non trovano né riscontro né modello nelle realtà correnti e che reclamano una legittimazione per forza di cose, secondo un movimento evolutivo quasi necessitato, rispetto al quale lo strumentario normativo esistente si trova impreparato e in perenne rincorsa.

Le criptovalute – oggetto delle riflessioni di questo scritto – costituiscono forse la più travolgente espressione del Fintech, rispetto alla quale anche fenomeni quali l'impiego finanziario dell'intelligenza artificiale, del *machine learning*, della consulenza algoritmica, pur nella loro portata deci-

samente innovativa, tendono a riacquistare un ruolo di assistenza evoluta del sistema, la funzione servente cui dianzi si accennava sia pur in chiave di crescente sofisticazione. Le criptovalute no: esse si posizionano in perfetta antitesi al sistema (formalmente monetario, nei fatti squisitamente<sup>2</sup>) finanziario, poiché ambiscono a crearne una replica in chiave di disintermediazione<sup>3</sup>.

Rispetto all'invasività del fenomeno, gli orientamenti assunti dai legislatori si riassumono in tre distinte falsarighe regolamentari (o de-regolamentari): "isolare", "regolare", "integrare"<sup>4</sup>, vale a dire, rispettivamente, ignorare le realtà criptovalutarie, bandendole dal regno bancario e finanziario, regolarle in via specifica, adattare la normativa vigente in via inclusiva. La sola prospettiva alternativa testimonia la difficoltà e l'imbarazzo o, se si preferisce, lo spiazzamento che assale i regolatori dinanzi ad accadimenti "naturalisti" di cui non è intuitivo afferrare la specifica funzionalità e il potenziale evolutivo, anche in ragione della precipitosa modificazione, quando non vera e propria metamorfosi, con cui i nuovi tecnoinvasori mutano rapidamente pelle prima ancora che quella precedente sia passata al vaglio critico del legislatore.

Eppure, in questo tecnologico polittico dalle cornici mobili e sfuggenti, la normativa sembra già aver assunto una sua prima posizione, la quale freudianamente tradisce una vocazione regolamentare che porta ad escludere la prima falsariga (*isolare*) e, fors'anche inconsciamente, prelude ad un modello regolamentare più prossimo all'adattamento (*integrare*) che alla costruzione di una disciplina *ad rem* (*regolare*). Le ragioni di questo incedere lento ed esitante vanno però ricercate, a nostro avviso, in una non sufficientemente approfondita decrittazione delle reali funzionalità criptovalutarie. Punto dal quale, senza eccessivo tedio, giova ripartire.

---

<sup>2</sup>Pur con ogni dovuto distinguo fra le diverse tipologie criptovalutarie: *infra* § 6.

<sup>3</sup>Quantunque tale modalità gestionale non possa né debba esasperarsi per le ragioni che chiariremo in prosieguo (*infra* §§ 4-5).

<sup>4</sup>Secondo l'efficace sintesi di A. CAPONERA, C. GOLLA, *Aspetti economici e regolamentari delle "cripto-attività"*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, 484/2019, p. 5 ss.

## 2. Natura e funzione della criptovaluta: il valore finanziario intrinseco

È anzitutto doveroso rifuggire dal (più diffuso di quel che si pensi) equivoco per cui la criptovaluta coinciderebbe con la *block-chain*. Ciò equivale a confondere il risultato con lo strumento impiegato per conseguirlo. Per *block-chain* s'intende quella nuova tecnologia per così dire "dispersa" e "dispersiva" tramite la quale un determinato processo viene affidato ad un algoritmo. Quest'ultimo "governa" una rete di computer indipendenti che, validando a maggioranza una data operazione attraverso la risoluzione di altri algoritmi, aggiunge un blocco indelebile alla catena registrata su tutti i computer partecipanti all'operazione di validazione (*distributed ledger* donde la c.d. *Distributed Ledger Technology* – DLT, a sua volta da non confondersi con la *block-chain* dato che quest'ultima non rappresenta che una fase del processo tecnico).

La tecnologia DLT (ufficialmente legittimata dalla legge di conversione del decreto semplificazioni d.l. n. 135/2018, il cui art. 8-ter definisce precisamente le "*tecnologie basate su registri distribuiti*") è già utilizzata da alcuni operatori della grande distribuzione e di altri settori commerciali per certificare l'origine delle materie prime e può divenire un'efficiente arma di lotta alla contraffazione e di tutela del diritto d'autore. Essa infatti altro non è che un sistema di validazione e controllo, affidato ad un metodo algoritmico, per così dire, "autogestito"<sup>5</sup>.

Il distinguo fra criptovaluta, DLT e *block-chain* non vuole essere pedante né lo è perché, pur essendo chiaro in teoria, in pratica esso ha distratto l'attenzione esasperando il concetto di disintermediazione, letto da molti osservatori come una sorta di ostacolo bloccante e divisivo rispetto ad una scelta di estensione regolamentare in chiave adattativa. Noteremo, all'opposto, come vuoi l'evoluzione tecnica vuoi la prima risposta disciplinare tendano, la seconda in parallelo alla prima, a fortemente ridimensionare quella che parrebbe la primaria funzionalità della criptovaluta, riducendo

---

<sup>5</sup>Per una ricognizione del fenomeno sul piano tecnico v. A. CAPONERA, C. GOLA, *Aspetti economici e regolamentari*, cit., Appendice 1, 32; R. GARAVAGLIA, *Finalità, funzionamento e tipologia di utilizzi delle Blockchain*, in *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale* (a cura di F. MAIMERI, M. MANCINI), Banca d'Italia, *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 87, settembre 2019, p. 163 ss. Una sintesi del funzionamento della DLT si legge in F. CASCINELLI, C. BERNASCONI, M. MONACO, *Distributed Ledger Technology e Smart Contract: finalmente è Legge. Prime riflessioni su una rivoluzione tecnologico-giuridica*, in *dirittobancario.it*, marzo 2019, p. 1 ss.

la disintermediazione tecnologica da *scopo a mezzo* con l'inevitabile conseguenza di contenere, se non di neutralizzare, il primo.

L'impiego di block-chain e DLT per generare e scambiare criptovalute apre in effetti uno spettro di problemi decisamente vasto. L'attenzione si è inizialmente concentrata su rischi di frode, sull'impiego distorto dello strumento soprattutto a scopo d'aggiramento della disciplina antiriciclaggio, sulla esasperata volatilità della criptovaluta e quindi sul suo rischio intrinseco di perdita in termini di valore reale, sull'elevato tasso di aggredibilità informatica e così via<sup>6</sup>.

Le criptovalute – di cui la più celebre, il Bitcoin, attribuita al quasi mitologico matematico giapponese Satoshi Nakamoto (forse neppure mai esistito) – nasce con l'intrinseca brama di pervenire ad un sistema di pagamenti alternativi, di sapore vagamente anarchico, idealmente proteso a sferrare un attacco al sistema bancario e a progressivamente disintermediare i pagamenti. Non è un caso se la più parte del gotha bancario e finanziario si è nell'ultimo triennio vibratamente scagliata contro le criptovalute. Tale reazione si è tuttavia concentrata, come appena notato, sugli effetti collaterali della criptovaluta e sui rischi che il suo acquisto e il suo impiego comportano, senza tuttavia indagarne l'effettiva natura. Solo parte della più attenta e recente dottrina ha cominciato ad approfondire il tema ponendosi alcune domande ed offrendo altrettante risposte o spunti di soluzione. A cominciare dalla prima fondamentale domanda: è lecito coniare, scambiare, cambiare, offrire una moneta virtuale? Domanda che in realtà, così posta, genera una pluralità d'interrogativi perché quelle quattro azioni evocano, in termini giuridici, altrettanti distinti e complessi orizzonti.

In linea generale, coniare una valuta alternativa a quella avente corso legale non può essere di per sé ritenuto un atto illecito. La legge vieta la contraffazione delle valute legali, ma non anche la possibilità per i privati di utilizzare sistemi di scambio proprietario e di mezzi di pagamento alternativi a quelli ufficiali. Senza qui indulgere ad eccessive e pur interessanti esemplificazioni di pagamento alternativo (si pensi soltanto alla mercifica-

---

<sup>6</sup> Moltissime le "avvertenze" espresse al riguardo dalle Autorità di vigilanza. Per citare solo le più note, EBA, *Warning to consumers on virtual currencies*, 12 dicembre 2013 e EBA *Opinion on 'virtual currencies'*, 4 luglio 2014; European Parliamentary Research Service, *Bitcoin – Market, economics and regulation*, 11 aprile 2014; ESMA Statement, *ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements*, 13 novembre 2017; ESMA, *EBA and EIOPA Warn consumers on the risks of Virtual Currencies*, 2018; BCE, *Virtual Currencies Schemes*, ottobre 2012; BANCA D'ITALIA, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette "valute virtuali"*, 30 gennaio 2015 e *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1/2018, aprile 2018, p. 9 ss.

zione dei dati personali di cui i *social* si appropriano in cambio della – apparente – gratuità del servizio<sup>7</sup>), il dato dirimente risiede nel diritto positivo. Ci riferiamo al d.lgs. n. 90/2017, attuativo della direttiva unionista n. 2015/849, che, modificando le definizioni dell'art. 1, comma 2, della legge antiriciclaggio (d.lgs. n. 231/2007), introduce con la lett. qq) la nozione di valuta virtuale. Torneremo oltre (§ 3) sul punto, che costituisce il tema centrale della trattazione.

Altro è invece la possibilità di scambiare o cambiare la criptovaluta. I due termini non esprimono, sul piano giuridico, una sinonimia, posto che lo scambio, nella sua più elementare accezione, corrisponde all'impiego stesso della valuta, al suo trasferimento per fini di pagamento, mentre il cambio richiama propriamente l'attività consistente nel convertire una criptovaluta in una valuta avente corso legale. Attività altrettanto lecita se svolta fra privati in via occasionale, mentre, se svolta in via professionale, riservata ai cambiavalute, nella specie ai cambiavalute virtuali parimenti introdotti dalla lett. ff) dell'art. 1, comma 2 della legge antiriciclaggio (v. parimenti *infra* § 3).

Altro ancora è la liceità o meno dell'offerta di una valuta virtuale. Ma in che senso “offrire”? Ed è qui che occorre quello sforzo in più, perché rispondere a quella domanda obbliga a interrogarsi quale sia la funzionalità oggettiva di una valuta virtuale.

La criptovaluta è, per definizione, una non *fiat currency*. La nozione contenuta nella normativa antiriciclaggio (si noti: prima della modifica normativa intervenuta nell'autunno 2019) è (era) la seguente: una “*rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica, non necessariamente collegata a una valuta avente corso legale, utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi e trasferita, archiviata e negoziata elettronicamente*”.

Proprio l'assenza di corso legale della criptovaluta e l'inesistenza di una banca o autorità centrale che ne garantisca il valore fa sì che la moneta virtuale rivesta solo in apparenza una funzione di mezzo di pagamento. Se a ciò s'aggiunge la vorticosa volatilità<sup>8</sup>, a sua volta influenzabile da fattori esterni di varia natura (quantità prodotte, volumi di scambio, assenza di quotazioni ufficiali, ipersensibilità a fenomeni di criminalità informatica)

---

<sup>7</sup> Su di che sia permesso rinviare a E. GIRINO, F. ESTRANGEROS, *Privacy e PCS: dal caso Facebook allo sgretolamento del concetto di gratuità del dato personale*, in *Privacy@*, 1/2020, p. 49 ss.

<sup>8</sup> Cfr. sul punto anche A. CAPONERA, C. GOLA, *Aspetti economici e regolamentari*, cit., pp. 12-13.

conseguenti alla sua peculiarità genetica e alla predetta carenza di una validazione statale, la funzione monetaria della criptovaluta è, se non razionalmente inconcepibile, quanto meno ben più che affievolita.

Uno degli scriventi<sup>9</sup> annotò nell'ottobre del 2018: *“in assenza di un'autorità centrale che garantisca la convertibilità certa della criptovaluta, nessun venditore l'accetterebbe e nessun acquirente la proporrebbe se non, il primo nella speranza e il secondo nella certezza, di guadagnare”* per quindi concludere nei seguenti termini: *“riconosciuto che la criptovaluta è solo “accidentalmente e morfologicamente un mezzo di pagamento, in realtà un veicolo per investire denaro vero in una valuta virtuale e priva di corso legale ma soggetta ad una volatilità estrema, diviene del tutto consequenziale ascrivere lo scambio – anche il mero scambio non assistito da alcuna promessa o impegno a termine – al negozio di investimento. Se, in altre parole, la criptovaluta è essa stessa – come si è dimostrato esserlo – un prodotto finanziario, la sua circolazione non può sottrarsi alla disciplina vincolistica che, al ricorrere di determinati presupposti, ne subordina la liceità al rispetto di specifiche regole”*. Il ragionamento sotteso a questa conclusione si ancora alla nozione residuale di prodotto finanziario di cui all'art. 1, comma 1, lett. u) del testo unico della finanza (t.u.f.), ossia *“ogni altra forma di investimento di natura finanziaria”* nei termini ormai “codificati” da plurime comunicazioni di Consob. Quest'ultima, nell'interpretare la norma, riconosce la sussistenza della fattispecie ogni qualvolta, in un negozio giuridico, concorrano tre fattori: 1) la dazione di denaro; 2) la promessa/aspettativa di rendimento e 3) l'assunzione del relativo rischio. Nozione che, a sua volta, la Cassazione ha consolidato affermando: *“la causa negoziale è finanziaria [allorquando] la ragione giustificativa del contratto, e non il suo semplice motivo interno privo di rilevanza qualificante, consiste proprio nell'investimento del capitale (il “blocco” dei risparmi) con la prospettiva dell'accrescimento delle disponibilità investite, senza l'apporto di prestazioni da parte dell'investitore diverse da quella di dare una somma di denaro”* (sent. n. 2736/2013)<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> E. GIRINO, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *dirittobancario.it*, 10/2018.

<sup>10</sup> A conforto di tale lettura va oggi menzionata la sentenza TAR 27 gennaio 2020, n. 01077. Chiamata ad esprimersi sulla tassabilità o meno delle valute virtuali e sulla loro inclusione nel c.d. quadro RW delle disponibilità finanziarie detenute all'estero e dovendo quindi preliminarmente qualificare la fattispecie, la pronuncia osserva: *«Un secondo ordine di pensiero, altrettanto riconosciuto in dottrina, accredita la diversa tesi secondo la quale dovrebbe accostarsi l'impiego della valuta virtuale alla categoria degli strumenti finanziari. Tale qualificazione punta a valorizzare la componente di “riserva di valore”, che almeno in parte, può caratterizzare le criptomonete e che consente di attribuire a queste ultime una finalità d'investimento; impostazione che si porrebbe anche a protezione dei consumatori e dell'integrità dei mercati (in questo senso, Tribunale Civi-*

In altri termini un non *fiat currency*, per sua natura instabile in quanto soggetta a oscillazioni di valore, se acquistata staticamente non avrebbe funzione alcuna – sottolineiamo: funzione oggettiva non già irrilevante motivo soggettivo<sup>11</sup> – se non quella di porre in essere un investimento nell’auspicio di una sua fruttuosa resa, rimonetizzabile mediante la rivendita attraverso i sopramenzionati cambiavalute criptovalutari (o, ciò che è lo stesso, attraverso la sua spendita per acquistare beni e servizi ad un prezzo ridotto, tale riduzione corrispondendo all’apprezzamento, nel frattempo intervenuto, della criptovaluta su quella tradizionale in cui sia espresso il prezzo di quel bene o di quel servizio).

### 3. Il riconoscimento positivo della funzione di investimento intrinseca alla criptovaluta

Quella che poteva apparire come una lettura estrema o ardita, in quanto protesa a sottostimare la funzione monetaria della valuta virtuale pur positivamente affermata, troverà di lì a poco una precisa conferma legislativa.

---

*le di Verona, sentenza n. 195 del 24 gennaio 2017, che ha ritenuto applicabile alle fattispecie in esame il Codice del Consumo ed il regolamento CONSOB n. 18592 del 26 giugno 2013). In favore di tale impostazione militerebbe la circostanza che la nozione di “prodotto finanziario” appare astrattamente capace di abbracciare ogni strumento idoneo alla raccolta del risparmio, comunque denominato o rappresentato, purché rappresentativo di un impiego di capitale (e dunque troverebbe applicazione la nozione di cui alla lettera u) dell’art. 1 del d.lgs. n. 58/1998 – TUF). L’art. 1, comma 4, del TUF, secondo cui “i mezzi di pagamento non sono strumenti finanziari”, osterebbe così alla equiparazione generale ed astratta delle criptovalute agli strumenti finanziari, ma non alla riconduzione a tale nozione di quelle operazioni che risultino connotate da utilizzo di capitale, assunzione di un rischio connesso al suo impiego ed aspettativa di un rendimento di natura finanziaria (in questo senso viene richiamato l’orientamento della CONSOB sotteso a più recenti delibere, evidenziate in dottrina, come la nr. 19866/2017, avente ad oggetto la sospensione dell’attività pubblicitaria per l’acquisto di pacchetti di estrazione di criptovalute; 20207/2017, divieto dell’offerta di portafogli di investimento in criptomonete; 20720/2018 e 20742/2018, ordine di porre termine alla violazione dell’art. 18 del TUF)». Sul punto v. la nota di P.R. AMENDOLA, B. MASCAGNI, L’inquadramento delle criptovalute: TAR del Lazio, sent. n. 01077/2020 del 27 gennaio 2020, in *dirittobancario.it*, 5 marzo 2020.*

<sup>11</sup> Si è altrove annotato (E. GIRINO, *Criptovalute*, cit., p. 26): «ciò che rileva è la funzionalità oggettiva del “bene” offerto, un bene che non è denaro, anche se ne possiede il semblante, bensì è un’entità, per sua obiettiva natura, protesa ad ingenerare un’aspettativa di profitto (e un correlato, altrettanto intrinseco e obiettivo, rischio di perdita)». Valenza oggettiva, non già irrilevante motivo soggettivo, come parte della dottrina sembra voler ignorare riducendo l’osservazione alla sola apparenza formale del fenomeno (v. ad es., F. QUARTA, *Gestione in forma cooperativa di beni e servizi d’interesse pubblico. Il finanziamento dell’impresa alla prova di blockchain e criptovalute*, in *Riv. dir. banc.*, luglio/settembre 2019, p. 367).



La definizione di criptovaluta contenuta nella legge antiriciclaggio, subirà un'ulteriore modifica ad opera dell'art. 1, d.lgs. 4 ottobre 2019, n. 125 (attuativo della direttiva 2018/843) che includerà, accanto alla finalità solutoria, anche la funzione di investimento: [...] *utilizzata come mezzo di scambio per l'acquisto di beni e servizi o per finalità di investimento e trasferita [...]*" (tondo nostro).

Siffatta modifica finisce per espressamente riconoscere che una criptovaluta – criptovaluta *in sé* non già strumenti che la incorporino – ben possa, ripetesi: *di per sé*, soddisfare una finalità di investimento. E tale riconoscimento non può che riposare sul presupposto, per quanto non formalmente declinato nella norma, dell'aspettativa di rendimento che l'acquisto di un *asset* così strutturalmente volatile intrinsecamente reca. Per vero, come da sempre recita il testo unico della finanza, da ultimo all'art. 1, comma 2, "*gli strumenti di pagamento non sono strumenti finanziari*": previsione cui fa eco l'esclusione, contenuta al comma 1 lett. u) dello stesso t.u.f., dal più ampio *genus* dei prodotti finanziari, dei "*depositi bancari e postali non rappresentati da strumenti finanziari*". In altri termini, e del resto più che logicamente, il mezzo di pagamento, il denaro *in sé* considerato non è né uno strumento né un prodotto finanziario, bensì l'indispensabile "ingrediente" di entrambi. Se, tuttavia, al denaro virtuale in quanto tale viene attribuita indistintamente funzione solutoria o di investimento, ciò non può che implicare una diversa qualificazione della valuta virtuale, con altrettanto diverse ricadute sul piano disciplinare<sup>12</sup>. Allo stato attuale, circoscrivendo l'osservazione alle pure criptovalute correnti<sup>13</sup>, può ritenersi confermata la conclusione raggiunta nel sopracitato precedente scritto per cui, anche se impiegate come mezzi di pagamento, nei fatti le monete virtuali non assolvono ad altro che ad un fine di investimento. Con l'aggravante oggi rappresentata dall'equivalenza funzionale sancita dal diritto positivo.

In effetti, siffatta riqualificazione, che eleva il denaro *in sé* a mezzo di investimento, apre un ulteriore e vasto spettro di problematicità regola-

---

<sup>12</sup>Né parrebbe plausibile sostenere che l'accostamento delle due funzionalità abbia inteso significare che una valuta virtuale potrebbe essere utilizzata per acquistare o investire in strumenti o prodotti finanziari. Non persuaderebbe tale lettura sia perché si sarebbe trattato di una precisazione del tutto superflua e priva di giuridico spessore, sia perché, per tale via, si sarebbe introdotta un'inspiegabile dicotomia fra denaro reale e denaro virtuale, sia perché la stessa formula sintattica è chiara nel contrapporre l'utilizzazione come mezzo di pagamento e per finalità di investimento.

<sup>13</sup>Con esclusione dunque dei nascenti *stablecoin* e delle criptovalute centralizzate in fase di progetto che si chiamano fuori dallo schema criptovalutario privato (*infra* § 6).

mentare. Semplificando, ma non troppo: se è pacifico che la banca non offra alcun servizio di investimento nel momento in cui accenda un conto corrente con l'impegno di restituire il *tantundem* del depositato, non è forse altrettanto pacifico che l'operatore che metta a disposizione un *wallet* virtuale per consentire al titolare di criptovalute di detenere staticamente le stesse nella prospettiva di un loro rialzo, dunque per mere finalità di investimento, con l'impegno ad acquistare tali giacenze virtuali, stia offrendo un servizio di investimento?

Lo spettro problematico si allarga specie se si costata anche la dilatazione oggettiva del raggio d'azione oggi concesso a chi operi in criptovalute.

#### **4. I prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale: ampliamento del raggio operativo**

Alla lett. ff) dello stesso art. 1, comma 2 del decreto antiriciclaggio compaiono, fra gli altri operatori non finanziari, accanto ai già da tempo annoverati antiquari, mercanti d'oro, agenti immobiliari, portavalori, anche i *prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale*, vale a dire «ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale». In questa prima versione, coerente alla (per quanto detto) apparente funzione meramente monetaria riconosciuta alla criptovaluta, tali operatori sembrerebbero poter operare in forma ibrida, assumendo la veste di depositari-custodi della criptovaluta (*conservazione*) ma anche di fornitori di servizi di pagamento (*utilizzo* e *scambio*) e di cambiavalute.

In parallelo all'estensione della nozione di valuta virtuale, anche tale disposizione sugli operatori è stata successivamente ampliata con la seguente vastissima addizione finale: “o in rappresentazioni digitali di valore, ivi comprese quelle convertibili in altre valute virtuali nonché i servizi di emissione, offerta, trasferimento e compensazione e ogni altro servizio funzionale all'acquisizione, alla negoziazione o all'intermediazione nello scambio delle medesime valute”. Una gamma di servizi che trascendono l'operatività di un custode-cambiavalute per abbracciare attività che, ove riferibili ad una valuta tradizionale, sarebbero indiscutibilmente attratte nella sfera disciplinare di servizi bancari e di investimento specificamente regolamentati<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> Accanto a tali soggetti “ad operatività allargata” si accosta poi la nuova figura (lett. ff-bis)

I predetti soggetti sono tenuti<sup>15</sup> all'iscrizione in una sezione speciale del registro tenuto dall'Organismo previsto dal d.m. n. 44/2015, che precisamente regola l'attività dei cambiavalute. Gli obblighi al riguardo sono piuttosto blandi e leggeri (e del resto il d.m. 2015 non risulta allo stato ancora adeguato alle predette modifiche normative), sostanzialmente consistendo nel dovere di preventiva iscrizione nell'elenco e in obblighi informativi all'organismo sui volumi di scambio.

Siffatta "soluzione *light*" desta qualche perplessità<sup>16</sup> alla luce delle modifiche estensive introdotte nel decreto antiriciclaggio con il cit. d.lgs. n. 125/2019 e ci conduce al centro nevralgico del problema.

## 5. Il non agevole raccordo fra la normativa settoriale e la disciplina generale dei servizi bancari e finanziari

Le perplessità nascono dal fatto che la disciplina antiriciclaggio, per sua natura e vocazione, non s'interroga sulla compatibilità di una data tecnica operativa con il restante impianto normativo cui quella tecnica è o potrebbe essere assoggettata. Il fine della disciplina settoriale è di prevenire fenomeni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo a prescindere dalla configurazione giuridico-strutturale del mezzo impiegato: è una disciplina, insomma, che "registra" la realtà per attrarla nella sua sfera di regolamen-

---

del *prestatore di servizi di portafoglio digitale*, per tale intendendosi «ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali». L'attività è molto più circoscritta, risolvendosi in un servizio di natura prettamente informatica (custodia delle chiavi crittografate).

<sup>15</sup> In forza dell'art. 17-*bis* d.lgs. n. 141/2010 commi 8-*bis* (Le previsioni di cui al presente articolo si applicano, altresì, ai prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale, come definiti nell'art. 1, comma 2, lett. ff) e ff-*bis*), d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, e successive modificazioni tenuti, in forza della presente disposizione, all'iscrizione in una sezione speciale del registro di cui al comma 1.) e 8-*ter* (Ai fini dell'efficiente popolamento della sezione speciale di cui al comma 8-*bis*, con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze sono stabilite le modalità e la tempistica con cui i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale e i prestatori di servizi di portafoglio digitale sono tenuti a comunicare al Ministero dell'economia e delle finanze la propria operatività sul territorio nazionale. La comunicazione costituisce condizione essenziale per l'esercizio legale dell'attività da parte dei suddetti prestatori. Con il decreto di cui al presente comma sono stabilite forme di cooperazione tra il Ministero dell'economia e delle finanze e le forze di polizia, idonee ad interdire l'erogazione dei servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale da parte dei prestatori che non ottemperino all'obbligo di comunicazione).

<sup>16</sup> Critico sulla "timidezza" di tale intervento leggero si mostra anche N. DE GIORGI, *Criptovalute: l'approccio dei policy makers*, in *Le nuove frontiere*, cit., p. 212 ss.

tazione, e la sua soltanto. Nondimeno, la legittimazione positiva<sup>17</sup> delle criptovalute è avvenuta, al momento, proprio solo attraverso questa regola di settore.

Le perplessità crescono nel momento in cui si torni alla scaturigine dell'intervento, ossia alla menzionata direttiva 2018/843. Il cui 10° considerando s'addentra in una valutazione comparativa che porta ad escludere l'assoggettamento del fenomeno criptoalutario a talune discipline di settore. Precisamente: *«le valute virtuali non dovrebbero essere confuse con la moneta elettronica quale definita all'articolo 2, punto 2, della direttiva 2009/110/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (1), con il più ampio concetto di "fondi" di cui all'articolo 4, punto 25, della direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio (2), con il valore monetario utilizzato per eseguire operazioni di pagamento di cui all'articolo 3, lettere k) e l), della direttiva (UE) 2015/2366, né con le valute di gioco che possono essere utilizzate esclusivamente all'interno di un determinato ambiente di gioco. Sebbene le valute virtuali possano essere spesso utilizzate come mezzo di pagamento, potrebbero essere usate anche per altri scopi e avere impiego più ampio, ad esempio come mezzo di scambio, di investimento, come prodotti di riserva di valore o essere utilizzate in casinò online. L'obiettivo della presente direttiva è coprire tutti i possibili usi delle valute virtuali»*. Siamo in presenza di una ricognizione che, per quanto calata nello specifico contesto disciplinare, finisce con il travalicarne il confine regolatorio, in quanto parrebbe voler escludere a priori la moneta virtuale da schemi cui la stessa potrebbe astrattamente assimilarsi o che, con debiti adattamenti, potrebbero catturarla nel loro alveo disciplinare. In altri termini sarebbe ben più che riduttivo, oltre che sistematicamente errato, predicare che una nuova attività soggetta ad obblighi di contrasto del riciclaggio esaurisca i suoi obblighi ordinamentali nell'ambito di quella stessa disciplina. Ma è qui, proprio qui, che si registra quella sopravvalutazione dell'architettura operativa della criptoaluta imperniata su *block-chain* e DLT.

Vero è che, infatti, che i suddetti schemi disciplinari (moneta elettronica e servizi di pagamento), concepiti per intermediari classici, mal s'attagliano ad un sistema di trasferimento disintermediato e gestito da una *blockchain*.

---

<sup>17</sup> Ovvio essendo che la disciplina antiriciclaggio non contenga né possa contenere riferimenti ad attività di per sé illecite, la sua primaria funzione essendo propriamente quella di impedire che operatività di per sé lecite possano strumentalmente piegarsi a fini criminali o di reimpiego di denaro frutto di attività criminose. Il destinatario della disciplina di prevenzione è, per logica e definizione, un operatore ammesso dall'ordinamento giuridico ed economico e legittimato ad operarvi. Dunque è innegabile che vuoi la valuta virtuale vuoi chi la tratti, secondo l'ampio ventaglio declinato dalla norma, sia da ascrivere alla sfera del lecito.

Ma se ciò vale per il sistema di costruzione della moneta virtuale, altrettanto non vale per i prestatori di servizi: e a maggior ragione non vale nel contesto di quell'ampia rivisitazione delle attribuzioni e dei compiti introdotti dalla più recente disciplina antiriciclaggio.

Includere, fra tali attribuzioni, il trasferimento e la compensazione significa estendere l'operatività anche all'intermediazione delle operazioni di pagamento criptovalutario. Per quale ragione, una volta che si legittimi la criptovaluta e il suo impiego come mezzo di pagamento<sup>18</sup>, l'operatore che ne curi il trasferimento da un soggetto ad un altro non dovrebbe ricadere nella nozione di istituto di pagamento e nella connessa (ben più stringente e per l'utente tutelante) disciplina di cui agli artt. 114-*sexies* ss. del testo unico bancario (t.u.b.)? La norma recita «*la prestazione di servizi di pagamento è riservata alle banche, agli istituti di moneta elettronica e agli istituti di pagamento*» senza alcun riferimento alla circostanza che il pagamento sia effettuato in valuta avente corso legale. Il fattore disintermediativo potrebbe incidere sulla specifica modalità esecutiva (riducendosi a ciò che esso è: un *mezzo*), ma non varrebbe ad escludere ontologicamente un'intermediazione (uno *scopo*), un'azione cioè di un soggetto che s'interpone fra l'utente e il sistema permettendo l'operazione di pagamento: a prescindere dal fatto che il sistema in parola sia alternativo, contabilmente disperso e autogovernato sul versante della materiale esecuzione dell'operazione.

Includere l'*emissione* e l'*offerta* di criptovalute non dovrebbe quanto meno assimilare l'operatività a quella dell'istituto di moneta elettronica (art. 114-*bis* t.u.b.), quest'ultima definita dall'art. 1, comma 2, lett. h-*ter*), t.u.b. quale «*valore monetario memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente che sia emesso per effettuare operazioni di pagamento ... e che sia accettato da persone fisiche e giuridiche diverse dall'emittente*»? Anche in tale nozione non si rinviene alcuna distinzione fra *fiat currency* o criptovaluta. La norma menziona solo una memorizzazione elettronica senza prescrivere che tale processo si materializzi necessariamente su un supporto fisico portatile (carte di debito o credito). È dialetticamente impossibile negare che la memorizzazione di criptovaluta registrata da un anello della *block-chain* in un *distributed ledger* possa considerarsi una moneta elettronica, nel momento in cui si ammetta che un operatore di servizi virtuali possa procedere all'emissione e all'offerta. E quanto all'obbligo di rimbor-

---

<sup>18</sup> Discorso che, come dianzi rammentato, allo stato attuale, può condursi solo per criptovalute diverse (*stablecoin*: v. § 6) da quelle di origine privata, dove l'oggettiva funzione di investimento è innegabile.

so, componente essenziale della fattispecie, lo stesso non è escluso dal decentramento sul registro distribuito, posto che è lo stesso (o altro) operatore, nel momento stesso in cui garantisce la sua disponibilità alla conversione, ad assumere un obbligo di rimborso in valuta ordinaria del contenuto del *wallet*, cioè del portafoglio virtuale in cui quello stesso soggetto archivia e custodisce la criptovaluta per conto del cliente-titolare. In altri termini, se lo pseudo-cambiavalute offre di emettere (sia pur grazie al canale disperso e autogovernato) una criptovaluta e s'impegna *ab origine* a convertirla valuta in moneta legale, diviene difficile, diremmo: impossibile, negare che il cliente assuma un diritto di credito verso il cambiavalute (ed emittente).

Includere, tra le attribuzioni dei cambiavalute virtuali, ogni altro servizio funzionale «*all'acquisizione, alla negoziazione o all'intermediazione nello scambio delle medesime valute*» dispiega un orizzonte operativo ancor più ampio, perché consegna al cambiavalute un ruolo di intermediario che, con ogni probabilità, condurrebbe l'azione di tali nuovi operatori anche al di fuori del perimetro parabancario, specie nel momento in cui la normativa – si è sopra chiarito – riconosce funzione di investimento anche alla valuta detenuta in forma statica. Acquisire, negoziare o intermediare una valuta che può, essa stessa, divenire una forma di investimento e che, nella più parte dei casi, tale già è, non può non implicare una riqualificazione di quell'interposizione a prescindere, insistiamo, dal fatto che la materiale esecuzione dell'operazione transiti attraverso un sistema autogestito su basi algoritmiche: non v'è alcuna sostanziale differenza funzionale fra chi offra sul mercato un fondo d'investimento gestito da una SGR e chi offra, a (oggettivi) fini d'investimento, una criptovaluta a sua volta gestita attraverso un metodologia DLT.

La possibilità di siffatta equiparazione dei neonati operatori virtuali a quelli tradizionali era stata per lo più esclusa dai commentatori<sup>19</sup> proprio in ragione della suddetta vocazione a disintermediare cui s'informa la tec-

---

<sup>19</sup> Per un'esauriente ricognizione di tale linea di pensiero v. M. GAMBINO, C. BOMPRESZI, *Blockchain e criptovalute*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole – Le operazioni di finanziamento tecnologico*, a cura di G. FINOCCHIARO, V. FALCE, Milano, 2019, ove ultt. riff. Cfr. anche il pregevole scritto di M. SEMERARO, *Moneta legale, moneta virtuale e rilevanza dei conflitti*, in *Riv. dir. banc.*, aprile/giugno 2019, p. 255: «*la disciplina dei servizi di investimento è riservata alle operazioni che hanno a oggetto strumenti finanziari, tipici ed elencati dal Testo Unico Finanziario, e che, a meno che l'elenco non venga ampliato, allo stato la criptovaluta in sé considerata non figura al suo interno. Non resta pertanto che la categoria del prodotto finanziario, al quale è applicabile la disciplina dell'appello al pubblico risparmio, sub specie di offerta al pubblico di prodotti finanziari*». Conclusione logica e condivisa, ma anch'essa anteriore al successivo evolvere della disciplina settoriale.

nologia produttiva e di scambio della criptovaluta. Tuttavia, quei contributi si sono collocati in periodi anteriori alla più recente modifica della disciplina antiriciclaggio e all'estensione del raggio operativo dei cambiavalute virtuali. Il mutato scenario e la spinta espansiva che lo connota dovrebbero indurre ad un serio ripensamento di conclusioni così radicalmente escludenti.

Nei fatti, lo stato attuale dell'arte normativa, ancora largamente incompiuto, soffre di questa antinomia: da un lato, la sottoposizione alla disciplina settoriale antiriciclaggio di operatori dotati di un vastissimo spettro d'azione, spesso coincidente con quello dei concorrenti tradizionali, dall'altro l'assenza di una positiva omogeneizzazione delle due categorie di prestatori.

Ma lo scenario sta mutando anche in relazione alla parallela evoluzione o, se si preferisce, metamorfosi che si registra in altre, nascenti tipologie di valute virtuali e che vale a ridurre, in termini sempre più marcati, il divario fra valuta virtuale e *fiat currency*. Un divario che, se da un lato potrebbe restituire alle nuove tipologie di criptovalute una significativa funzionalità solutoria, dall'altro diverrebbe il piano di lavoro per quel processo di regolamentazione adattiva verso cui l'ordinamento sembra progressivamente orientarsi.

## **6. Evoluzioni criptovalutarie: *stablecoin, central bank digital money, ICO e token*. Dal tramonto del sogno anarchico all'anelito di stabilità**

Nel mentre la criptovaluta resta al centro della descritta titubanza normativa, nuove valute e *asset* virtuali si materializzano nel panorama del Fintech, con un'ambizione di maggior dignità istituzionale. Un'inequivoca conferma promana dalla discussissima vicenda Libra e dalla virulenta polemica che ne ha accolto il suo annuncio. Polemica che si colloca nel solco di una più generale ansia planetaria rispetto alla valuta che il più grande social network mondiale, con 2,5 miliardi di utenti, si appresta o si appresterebbe a lanciare.

Volutamente usiamo il termine valuta e non criptovaluta, in quanto la neo-moneta di Facebook non corrisponde propriamente alla fattispecie criptovalutaria per come sin qui descritta. Essa si basa, come si legge nel *White Paper* del sito ufficiale [www.libra.org](http://www.libra.org), su una tecnologia *block-chain*, ma non è governata da un algoritmo "autonomo" bensì da una "associa-

zione” (*Libra Association*) e non sarà, non dovrebbe essere, soggetta ad un’incontrollata volatilità, perché garantita da riserve destinate ad assicurarne la stabilità di valore intrinseco: si tratterà in particolare di riserve rappresentate da depositi bancari e da titoli di stato a breve termine in valute tradizionali e forti, emessi “da stabili e reputate banche centrali”. Libra, insomma, si atteggia non già a sostanziale prodotto finanziario, bensì a moneta effettivamente alternativa, stabile e sicura (quanto poi di fatto lo sarà resterà tutto da vedere): non a caso essa non ama chiamarsi criptovaluta, bensì *stablecoin*. Moneta stabile, dunque non soggetta a volatilità estrema e quindi, secondo l’equazione logica sopra indicata, non detenibile per finalità di investimento bensì effettivamente utilizzabile come mezzo di pagamento. Nella sostanza, una specie ibrida, che condivide con la criptovaluta la tecnologia DLT ma che viene gestita da una *joint venture* di operatori (per lo più composta – fondatore a parte – da player classici) e dotata di *asset* di garanzia tradizionali: rimane l’impiego tecnologico (il *mezzo*), scompare la vocazione anarchica, permane una finalità disintermediativa (lo *scopo*), si profila un chiaro intento concorrenziale.

Non stupisce, dunque, la pesante reazione del sistema bancario tradizionale, che vede in Libra un pericoloso, se non micidiale, concorrente che, con la scusa di risolvere il problema degli *unbanked people*, potrebbe condurre ad una devastante contrazione della funzione naturale del sistema dei pagamenti tradizionali. Non stupisce che la Finma, autorità di vigilanza della Svizzera, dove Libra ha in programma di decollare, intenda condizionare l’avvio del progetto all’assunzione dello status e alla sottoposizione della *joint-venture* alla normativa degli istituti di pagamento<sup>20</sup>. Neppure stupisce che la FED abbia assunto una ferma posizione, promettendo di non far sconti normativi alla neo-valuta. Non stupisce, infine, che i maggiori player dei sistemi di pagamento mondiali, dopo aver aderito al progetto, se ne siano rapidamente sfilati (emblematici i casi di PayPal, Visa e Mastercard). Il motivo d’un simile allarme si rintraccia, al contrario di quanto accade per la criptovaluta, proprio nella strutturazione dello *stablecoin* e nella sua capacità non già d’attrarre manciate di spericolati investitori bensì di stornare massicciamente utenza bancaria nonché di perturbare le scelte di politica monetaria dei singoli Stati<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> V. sul punto A. FURRER, S.D. MEYER, *Fintech regulation in Switzerland*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. CIAN, C. SANDEI, Milano, 2020, 574.

<sup>21</sup> Sul caso Libra e in particolare sulle potenzialità di condizionamento delle politiche di emissione v. F. CRISTINI, *Libra si adegua ai Regulators e serve il poker dell’inclusione finanziaria con il nuovo sistema di pagamento “made in Facebook”*, in *dirittobancario.it*, 30 aprile 2020. Cfr.



All'allarme e alla dissociazione s'accosta altresì un tentativo di reazione eguale e contraria. La creazione di valute virtuali da parte delle stesse banche centrali: *central bank digital money* o *central bank digital currency* (Cbdm o Cbdc). Tali valute utilizzano la tecnologia *block-chain* e la distribuzione del registro (in alternativa alla quale può impiegarsi un database detenuto dalla stessa banca emittente) ma – ed è questo il punto saliente – la valuta è, al pari di monete o banconote aventi corso legale, garantita dalla stessa banca emittente. La produzione di Cbdc, in minima parte attuata, ma per lo più in via di studio da parte di molte banche centrali nazionali<sup>22</sup>, è la miglior riprova della perfetta scindibilità fra valuta virtuale e tecnologia di emissione e, ciò che più rileva, non ricade neppure nella nozione di valuta virtuale per come elaborata dall'attuale diritto positivo europeo. Come si è notato, la caratteristica primaria della valuta virtuale è di consistere in una «*rappresentazione digitale di valore, non emessa né garantita da una banca centrale o da un'autorità pubblica*», mentre una Cbdc non è altro che la versione digitalizzata della valuta fisica, dunque una valuta emessa o comunque garantita dall'autorità centrale: una *fiat currency* a tutti gli effetti. Si assiste, in questo caso, ad un'autentica controffensiva da parte del sistema tradizionale che, all'opposto dell'odierno orientamento normativo, condurrebbe a scelte non già di regolamentazione specifica o di adattamento inclusivo della criptovaluta bensì all'isolamento proteso alla sua eliminazione sostanziale: isolamento ed eliminazione non già all'esito di un disinteresse regolamentare o di un divieto legislativo bensì quale naturale conseguenza di un contrattacco concorrenziale che, sfruttando la stessa tecnologia del competitore ma offrendo garanzie perfettamente aderenti al modello tradizionale, di fatto escluderebbe ogni attrattiva della criptovaluta: va da sé che, di fronte all'opzione fra due valute digitali tecnicamente identiche ma delle quali l'una ipervolatile e priva di garanzie e l'altra universalmente accettata e sorretta dall'autorità di una banca centrale, nessun ragionevole utente (che voglia un mezzo per pagare non già per investire)

---

anche V. COMITO, *La Libra, Facebook e il resto*, 12 luglio 2019, in <http://sbilanciamoci.info/libra-facebook-e-il-resto/>.

<sup>22</sup> Per un aggiornamento sullo stato dell'arte si veda BRI, *Annual Economic Report*, 30 giugno 2020, 67 ss. e in particolare 87 ss. Significativa, ai nostri fini, la presa di posizione di Benoît Cœuré, Responsabile dell'*Innovation Hub* di BRI, che si legge nel comunicato stampa di annuncio del report: «*Le banche centrali di tutto il mondo stanno intensificando gli sforzi per studiare le CBDC con l'obiettivo di creare strumenti di regolamento sicuri e affidabili per le transazioni nell'economia digitale, sia all'ingrosso sia al dettaglio. Parallelamente, il coordinamento internazionale delle politiche può garantire che tutti i progressi nei sistemi di pagamento facilitino una maggiore efficienza, l'integrazione transfrontaliera, la sicurezza, l'inclusione finanziaria e l'innovazione*».

sceglierebbe la prima. La criptovaluta privata verrebbe confinata all'uso e consumo di una ridotta schiera di investitori temerari che, a quel punto, il diritto lascerebbe alla loro improvvida sorte, limitandosi ad una rigida e dissuasiva informativa sul rischio, al pari di quanto accade per le ludopatie. L'effetto di disintermediazione comunque non si realizzerebbe perché non sarebbe arduo immaginare come gli attori tradizionali s'inserirebbero nel processo distributivo assumendo, rispetto ad un Cdbc, lo stesso ruolo che vanno oggi assumendo i cambiavalute criptovalutari.

La possibilità di un'espansione delle Cdbc non si profila, allo stato, quale scenario imminente. Molti fattori, fra cui il *digital divide* che preclude la fruizione informatica ad una (ancora) enorme quota della popolazione mondiale abituata ad operare in contante fisico<sup>23</sup> e l'accentuato rischio di una pervasiva invasione della riservatezza individuale (data l'agevole "scalabilità" di una block-chain centralizzata o comunque a controllo ristretto), lasciano presumere che l'attuazione del progetto sia ad uno stadio ancor precoce: il che, sul piano normativo, esclude che la criptovaluta in senso proprio sia un evento destinato a risolversi, almeno nel medio-lungo periodo, in chiave di isolamento.

Ai fini del nostro discorso, nondimeno, siffatta progressiva tendenza metamorfizzante è sintomatica vuoi dell'inizio di una crisi con cui, dopo gli esordi euforici tipici delle innovazioni dirompenti e incontrollate, le criptovalute si trovano a misurarsi (dall'anarchia selvaggia dell'azzardo di Bitcoin e affini alla disintermediazione controllata e garantita di Libra) vuoi del disorientamento che rende difficile al regolatore la scelta del giusto percorso (dall'esitazione al contrattacco delle Cdbc). Indubbiamente l'atteggiamento di minor guardia e maggior "flessibilità" con cui i sistemi

---

<sup>23</sup> Fattori esaurientemente illustrati da M. MINENNA, *Il sistema finanziario del futuro: a chi servono le valute digitali di stato?*, in *Diritto degli affari*, 2/2019. Meritevole di seria riflessione si rivela questa affermazione dell'autore: «Tendenzialmente le banche centrali stanno lavorando su CDBC che non pagano interessi, come il contante, per proteggere il sistema bancario da conseguenze potenzialmente devastanti. Questo mette a maggior rischio proprio il cash come principale concorrente delle valute digitali. Tuttavia, con buona pace dei sostenitori a spada tratta di una società cashless, l'eliminazione del contante ha dei costi evidenti soprattutto nelle economie meno sviluppate, anche se meno visibili rispetto alla disintermediazione del sistema bancario. [...] quando si introduce una valuta digitale le famiglie a basso reddito tendono a restare i maggiori utilizzatori di contanti. Poiché i contanti a differenza dei depositi bancari non pagano interessi, se c'è un effetto di spiazzamento dei prestiti a causa della CDBC con ripercussioni negative sull'economia, queste famiglie subiscono una perdita proporzionalmente maggiore rispetto ai titolari di depositi. Inoltre se la valuta digitale manda fuori circolazione il contante come in Svezia, queste famiglie soffrono di un ulteriore declino del benessere a causa della perdita del principale strumento di pagamento».

giuridici hanno sin qui affrontato il nodo criptovalutario – forse nella convinzione, probabilmente errata, che la criptovaluta, quale fattore complessivamente modesto se rapportato ai volumi monetari e finanziari mondiali e talmente rischioso da innescare piccole ma dolorose ed educative bolle, sia destinata a dissolversi – dovrà necessariamente cedere il passo a scelte di solido polso.

A complicare il quadro s'aggiunge il vorticoso emergere del c.d. *tokening*. Figlio anch'esso di *block-chain* e DLT (e dunque ennesimo testimone dell'improponibile coincidenza fra tecnologia produttiva e produzione criptovalutaria e della descritta esasperazione della modalità di genesi e scambio), il *token* è anch'esso una rappresentazione di valore digitale, ma non coincide affatto (o, almeno, non necessariamente) con una valuta virtuale.

La comprensione del fenomeno impone di muovere dalla nozione di *Initial Coin Offering* (ICO). Le ICO nascono come metodo di finanziamento alternativo per specifici progetti imprenditoriali. Il progetto, presentato al pubblico attraverso il c.d. *whitepaper* (molto vagamente assimilabile ad un prospetto d'offerta) all'interno di un sito Internet ad hoc, mira a stimolare la raccolta di fondi. Tutto avviene sempre attraverso una *block-chain* e chi versa denaro riceve in cambio un *token*, ossia un "oggetto digitale" che consentirà di beneficiare, a vario titolo, degli esiti del progetto. Le stesse criptovalute hanno spesso utilizzato le ICO per avviare nuove emissioni. Sennonché la tecnologia viaggia più velocemente non solo del diritto ma anche di sé stessa: un'ICO è oggi impiegata per emettere qualsivoglia tipo di token, che può incorporare i più svariati diritti, finanziari, non finanziari o misti (*hybrid token*).

Si possono così individuare, grosso modo, tre categorie di *token*:

a) *token* che conferiscono la titolarità di una data quantità di criptovalute e che si risolvono dunque in un mero "certificato" di proprietà. Il diritto che ne deriva è la semplice dimostrazione di titolarità della criptovaluta;

b) *token* che accordano ai titolari diritti specifici esercitabili nei confronti dell'emittente o di terzi. Ad esempio, *token* che concedono il diritto a ricevere un pagamento, funzionalmente assimilabili ad una cambiale o a un titolo di credito; *token* che contengono il diritto a ricevere una certa prestazione o un certo bene; *token* che attestano la proprietà di un bene o di una partecipazione societaria o di altra natura;

c) *token* misti che attestano una proprietà ma concedono anche altri diritti (voto, utili, diritti di utilizzazione di piattaforme e simili).

Per questa via, dalla criptoaluta si transita al più ampio insieme della criptoattività (*crypto-assets*). Siamo o no in presenza di offerte aventi natura finanziaria?

Nel marzo 2019 la Consob diramò un documento di discussione sul punto e il 2 gennaio 2020 furono pubblicati gli esiti della consultazione. In estrema sintesi, nel momento in cui il *token* sia inequivocabilmente qualificabile come strumento finanziario (perché ricadente nella lista chiusa del t.u.f.) o prodotto finanziario (perché assimilabile alla lata nozione di investimento di natura finanziaria), non potranno che applicarsi le norme già vigenti in materia, contenute nel t.u.f. e nei numerosi regolamenti attuativi oltre che in quelli di emanazione unionista. Negli altri casi, invece, l'emissione e la negoziazione dovrebbero essere libere.

Il maggior problema sta però nella precisa riconducibilità delle singole e multiformi casistiche all'una o all'altra categoria. Sicché la scelta regolatoria sembrerebbe orientata nel senso di istituire, per tali categorie non nitidamente definibili, una disciplina ad hoc, diversa da quella prevista per i prodotti finanziari, più leggera, ma anche condizionata ad una facoltà (*opt-in*) di libera scelta da parte del promotore dell'iniziativa, che potrebbe dunque decidere di sottoporvisi per godere di una maggior affidabilità sul mercato, una sorta di "bollino blu" che in qualche modo ne attesti la serietà (orientamento analogo a quello verso il quale, come si legge nello stesso documento Consob, anche l'omologa AMF francese sembra voler indirizzarsi)<sup>24</sup>.

Questa scelta, che la stessa Consob reputa come provvisoria e modificabile dopo un primo periodo di osservazione, appare obiettivamente discutibile. In effetti, delle due l'una: o il prodotto incorporato nel *token* è indubitabilmente un prodotto non finanziario (ad es.: un *token* che conce-

---

<sup>24</sup>Sulla disciplina francese v. anche A. BERRUTO, *La nuova disciplina francese dei cryptoassets: un imperfetto tentativo regolatorio?*, in *dirittobancario.it*, febbraio 2020. Sulla problematica dell'*opt-in* cfr. le osservazioni di P. CARRIÈRE, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei cryptoasset; note a margine del documento di consultazione della Consob*, in *dirittobancario.it*, maggio 2019, par. 24. Condivisibilmente critica sul punto A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, in *dirittobancario.it*, aprile 2019, secondo la quale: «Dall'introduzione di regimi di *opt-in* in ambito finanziario parrebbe, infatti, derivare un potenziale peggioramento in termini di trasparenza per gli investitori finali ma anche per coloro che al mercato si rivolgono nell'ottica del capital raising: entrambi si dovranno districare non solo fra le sempre più numerose tipologie di prodotti e servizi che sono l'esito delle tecnologie abilitanti (piattaforme, DLT, etc.) ma anche fra le varianti "regolate e non" dei medesimi da cui discende un differente quadro regolatorio di riferimento. Che questa sia la strada preferibile da percorrere per la costruzione, a livello europeo, di un efficiente mercato unico dei capitali è lecito nutrire qualche dubbio...».

da il diritto di accedere ad una data app) oppure il *token*, sia pur sotto spoglie più o meno mentite, esprime – magari anche solo in parte – quel trittico “codificato” dalla Consob (dazione di denaro, promessa/aspettativa di rendimento, assunzione di rischio), per cui non si vede ragione per escludere l’applicazione della ordinaria disciplina autorizzativa e vincolistica<sup>25</sup>.

Si potrebbe ragionevolmente obiettare che anche il *crowdfunding* per le start-up e le PMI, disciplinato dall’art. 100-ter t.u.f., costituisca già una deroga alla disciplina generale nell’ottica di snellire l’accesso al mercato dei capitali a interessanti ma nascenti iniziative imprenditoriali che è opportuno favorire. È però agevole replicare che il *crowdfunding*, grazie al combinato disposto degli artt. 100-ter cit. e 34-ter del Regolamento Emittenti, soggiace ad un preciso limite quantitativo (8.000.000 di euro) sicché il fenomeno, per definizione, è destinato ad assumere un’incidenza quantitativa complessivamente ridotta, nonché ad una riserva soggettiva che a sua volta circoscrive la schiera dei potenziali fruitori. Al contrario, nel progetto disciplinare dei *token* che *potrebbero* essere prodotti finanziari, non è presente alcuna limitazione né in termini di soglia massima consentita né in termini di soggetti beneficiari dello speciale regime.

## **7. Esitazioni normative, rischi di alterazione concorrenziale, sottoprotezione del risparmio: la scelta integrativa quale soluzione di equilibrio**

Quanto sin qui osservato stimola una naturale riflessione. Una riflessione sul rischio (obiettivo e innegabile) che il trasformismo insito nella destrezza tecnologica finisca con il far beneficiare di una disciplina “minore” fattispecie che, viceversa, non avrebbero ragione alcuna di goderne. Si ripropone, qui, in forma analoga, lo stesso paradosso, cui dianzi si è accennato, generato dall’ampliamento del ruolo del cambia(cripto)valute introdotto dall’ultima modifica del decreto antiriciclaggio: ruolo che, se disgiunto da un congruo intervento nei paralleli settori di ricaduta, permette a soggetti che sostanzialmente (ancorché in via criptovalutaria) emettono

---

<sup>25</sup> Sulla natura ibrida di molte criptoattività e sulla possibilità che le stesse vengano attratte nella nozione di strumento finanziario v. anche A. BERRUTO, *La disciplina francese*, cit., 6: «la natura ibrida di molti token offerti durante le coin offering (almeno quelle non palesemente illecite) rischiano di essere attratti dalla normativa dei mercati finanziari e qualificarsi come strumenti finanziari (e, conseguentemente, le coin offering come Security Token Offering (STO))».

moneta elettronica o intermediano pagamenti o emettono prodotti finanziari (quali le stesse criptovalute) di sottostare ad una disciplina assai meno rigorosa di quella prevista per gli emittenti o gli intermediari ordinari.

Siffatta, crescente asimmetria disciplinare va rapidamente ripensata e riparata. Diversamente, oltre ai rischi noti e tipici di queste attività alternative (privacy, riciclaggio, uso criminale del circuito di pagamento, bolle speculative e affini), il sistema bancario e finanziario mondiale e, prima di esso, lo stesso pubblico risparmio si troverà esposto a rischi incalcolabili.

A scanso d'ogni frainteso, giova porre un nitido distinguo. È indubbio, oltre che logico, che la competizione di mercato comporti vantaggi per l'impresa che sappia meglio e più economicamente organizzare i propri mezzi di produzione e distribuzione. Vantaggi cui corrispondono fisiologicamente perdite di quote di mercato a carico di concorrenti non altrettanto organizzati. Va da sé che – qui tralasciando ogni valutazione o affanno profetico circa l'efficacia sistemica nel lungo termine di simili decisioni – la banca che sopprima sportelli o che proprio non se ne doti, affidandosi anche o esclusivamente all'*e-banking* e al *trading on line*, perverrà ad una riduzione di costi, ad una maggior efficienza (altro discorso è quello della qualità) di servizio e quindi ad una sottrazione di clientela alle concorrenti che restino ancorate a modelli tradizionali. Realizzerà un guadagno e arrecherà un “danno”, entrambi più che leciti in quanto espressione di una non meno lecita abilità organizzativa<sup>26</sup>. Nondimeno, la banca digitale non è affatto esentata dal rispetto delle regole comportamentali (trasparenza, appropriatezza e adeguatezza e così via) e macro o micro-prudenziali (sana e prudente gestione, requisiti patrimoniali, ecc.) cui soggiacciono i concorrenti fisici. Gli attanti della scena finanziaria, pur utilizzando strumenti e metodi diversi, operano in un regime di piena parità concorrenziale sotto il profilo normativo.

Nella scelta dell'approccio regolamentare al fenomeno criptovalutario è dunque da escludersi l'opzione dell'*isolare*, la quale getta il seme per la fioritura di realtà parallele che, al lecito vantaggio derivante dal metodo tecnologico impiegato, addizionerebbero l'indebito privilegio di un'operatività avulsa da ogni regola che non sia quella del semplice controllo antiriciclaggio. E proprio l'apripista originato dalla normativa di settore e il descritto ampliamento del raggio operativo dei suoi attori dovrebbero divenire il *driver* delle relative scelte regolamentari.

---

<sup>26</sup> Sui benefici derivanti da una maggiore concorrenzialità indotta dalla digitalizzazione v. G. PITRUZZELLA, *Fintech e i nuovi scenari competitivi nel settore finanziario-credizio e assicurativo*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, cit., p. 5 ss.

La posta in gioco è altamente sensibile così come significativi sono i rischi derivanti da un'incontrollata operatività. Tre in particolare, fra loro strettamente correlati.

In primo luogo, una perniciosa alterazione degli equilibri concorrenziali. Se, a parità di condizioni sostanziali e di sostituibilità del prodotto o del servizio offerto, due operatori si trovano sottoposti a discipline profondamente diverse, si genera un vantaggio indebito a favore di chi può beneficiare di uno *jus minor* a danno di chi deve invece rispettare uno *jus maior*<sup>27</sup>.

In secondo luogo e conseguentemente, il rischio di un pericoloso regresso verso modelli di mercato bancario e finanziario pressoché deregolato. La creazione di un doppio binario regolamentare sospingerebbe inevitabilmente gli attori tradizionali verso i modelli operativi meno vincolati, vuoi per non restare fuori dalla partita vuoi per beneficiare dei minori costi, soprattutto in termini di *compliance*, che il sistema più leggero richieda.

In terzo luogo, e come risultato netto del paventato processo di *deregulation*, si perverrebbe ad una minorata tutela dei risparmiatori e degli investitori, ad un rischio cioè di sottoprotezione del risparmio, al ripetersi di accadimenti devastanti non solo per l'economia individuale e generale ma anche per la reputazione stessa del sistema, dato che le catastrofi hanno il comprensibile difetto di non indurre le vittime a distinguere fra buoni e cattivi (si pensi solo alla violenta e generalizzata insurrezione anti-bancaria, sorta dopo la crisi dei *subprime* ed abbattutasi indistintamente anche su attori completamente estranei ai misfatti).

Avendo ben presenti questi rischi concatenati e traducendoli in altrettante linee guida di prevenzione, i regolatori dovrebbero, nel tritico dianzi richiamato (*isolare – regolare – integrare*), scegliere la via dell'integrazione, riconoscendo l'applicabilità delle disposizioni vigenti in ogni caso in cui la criptovaluta o la criptoattività e chi a vario titolo le maneggi esprimano

---

<sup>27</sup> Condivide la preoccupazione G.L. GRECO, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, in *Riv. dir. banc.*, 3/2019, pp. 30-31: «La spinta più decisa in favore della proporzionalità per talune nuove attività, laddove esercitate da nuovi soggetti, sulla scia di quanto avvenuto in Italia per il crowdfunding, rischia però, se non accompagnata da una rivisitazione profonda del modello di regolazione e vigilanza, di creare un ingiusto vantaggio competitivo per gli operatori non tradizionali rispetto alle banche, gravate in linea di principio da oneri regolamentari "strutturali". C'è il rischio, insomma, che la spinta alla personalizzazione delle regole a fronte di attività analoghe per oggetto, ma dissimili per tecnologia applicata e per caratteristiche dell'impresa, finisca per produrre un numero eccessivo di "statuti" speciali, nazionali ed europei (si pensi, ancora, all'approccio della Commissione sul crowdfunding), dei quali possano avvalersi solo i nuovi operatori. Ciò accrescerebbe le difficoltà degli intermediari finanziari nell'adottare, sviluppare ed innestare le nuove tecnologie nei business tradizionali, con impatti negativi sulla competitività e sui profitti».

realtà funzionalmente concorrenti a quelle tradizionali. L'integrazione deve naturalmente ispirarsi alla ricerca del massimo e più ragionevole equilibrio possibile fra l'esigenza di non penalizzare sviluppo e innovazione e lo scopo ultimo di non falsare il gioco concorrenziale e di non creare sacche di mercato a tutela ridotta o minima. Una ricerca indubbiamente complessa, ma non impossibile. Il corretto discrimine va rintracciato esattamente nella configurazione tecnologica delle criptoattività, la quale renderà accettabili deroghe di natura formale e di snellezza operativa, mentre non potranno ammettersi sconti di sorta su tutto ciò che attiene alla trasparenza dei comportamenti, alla qualità dell'informazione, alla protezione del depositante e dell'investitore e, non da ultimo, alla stabilità degli intermediari (ovviamente graduabile in ragione del diverso livello di coinvolgimento e del peso specifico del ruolo assunto nelle operazioni).

Sin qui, le esperienze estere restituiscono un quadro vario, frammentato, disomogeneo. In Germania, si tenta di assimilare il business criptovalutario al servizio finanziario e la valuta virtuale allo strumento finanziario facendo ricadere entrambi nella disciplina del *Kreditwesengesetz* (KWG, equivalente del nostro TUB), ma la scelta suona come una sorta di forzatura rispetto al diverso assetto della legislazione europea e al principio del *numerus clausus* che regola lo strumento finanziario nell'architettura MiFid<sup>28</sup>. La Francia sposa invece il modello *opt-in*, l'assoggettamento volontario a disciplina<sup>29</sup> (contemplato, ma con riferimento specifico ai *token*, anche nel *position paper* di Consob dianzi menzionato<sup>30</sup>). Nel Regno Unito non esiste alcuna regolamentazione del fenomeno criptovalutario, per quanto gli operatori ne avvertano la crescente necessità<sup>31</sup>, mentre la Spagna sembra ferma al palo della non riconducibilità della valuta virtuale allo schema normativo della moneta elettronica a motivo dell'ostacolo della disintermediazione<sup>32</sup>. E se Malta è stata la prima a dotarsi di una legislazione organica decisamente orientata a sussumere la criptovaluta negli schemi

---

<sup>28</sup> F. MÖSLEIN, C. RENNIG, in *Diritto del Fintech*, cit., pp. 476-477.

<sup>29</sup> F. BARRIÈRE, in *Diritto del Fintech*, cit., pp. 495-496.

<sup>30</sup> Per un'interessante comparazione fra i modelli italiano e francese v. P. CARRIÈRE, *Initial Coin Offerings (ICOs): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, in *dirittobancario.it*, gennaio 2020.

<sup>31</sup> S. BASU, A. OMOTUBORA, in *Diritto del Fintech*, cit., p. 519.

<sup>32</sup> A.B. CAMPUZANO, in *Diritto del Fintech*, cit., p. 537.



tradizionali<sup>33</sup>, il Liechtenstein disciplina minuziosamente il *tokening* ma opta per un regime dei cambiavalute analogo al nostro<sup>34 35</sup>.

L'ordine sparso non giova mai, men che meno nell'ambito della tecnofinanza dove l'aggiramento della regola, per mezzo di un accorto *law shopping*, è intuitivamente agevole. Da qui, più che l'opportunità, la necessità che il tema trovi una fonte di regolamentazione unica, a livello unionista<sup>36</sup> (meglio se preceduta da una coordinata azione delle singole Autorità nazionali<sup>37</sup>), adeguatamente provvista, al pari di quanto accaduto con il GDPR sulla tutela dei dati personali, di un meccanismo che la renda applicabile anche in via extra-territoriale.

## 8. Il regolamento italiano di sperimentazione Fintech quale punto di partenza per una rivisitazione dell'impianto normativo

L'imperfetta ricerca di un perfetto equilibrio pare soffrire di un limite oggettivo, rappresentato dallo stato, per così dire, di iniziale distacco dei regolatori mondiali rispetto al fenomeno da regularsi. Insomma, si resta distanti dal mercato, lo si lascia fare indisturbato e poi s'interviene rabberciando e rappezzando con scampoli normativi inevitabilmente votati ad una rapida obsolescenza. Ciò che difetta è una "osservazione vigilata" del fenomeno.

A tale limite si propone meritoriamente di ovviare lo schema di regolamento attuativo del dell'art. 36, d.l. 30 aprile 2019, n. 34, conv. in legge 28

---

<sup>33</sup> In particolare attraverso il Virtual Financial Act: v. al riguardo, I. GAUCI, in *Diritto del Fintech*, cit., p. 556.

<sup>34</sup> F.A. Schurr, A.K. Layr in *Diritto del Fintech*, cit., pp. 590-591.

<sup>35</sup> Più in generale, per ulteriori riferimenti sulla variabilità dei modelli regolamentari v. ancora A. CAPONERA, C. GOLA, *Aspetti economici e regolamentari*, cit., pp. 20-23 e 41. Una più ampia panoramica sui trend normativi mondiali in materia di criptovalute e criptoattività è contenuta nel *Final Report IOSCO, Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms*, gennaio 2020, Annex A.

<sup>36</sup> V. anche la posizione più "inclusiva" assunta da Esma con il parere del 9 gennaio 2019, illustrato da A. PANTALEO, D. DAVICO, *ESMA rilascia il proprio parere sui crypto-assets*, in *dirittobancario.it*, 27 marzo 2019.

<sup>37</sup> Sulla necessità di un approccio regolamentare unitario, attuato mediante una cooperazione fra le Autorità nazionali invece che attraverso un inesistente (e sconsigliabile) ente sovranazionale, concorda N. RUCCIA, *Criptoalute e modelli di sorveglianza*, in *Le frontiere* cit., 228-229.

giugno 2019, n. 58. Scopo del regolamento<sup>38</sup> è di avviare una fase sperimentale rispetto alle multiformi iniziative del Fintech. Una sperimentazione che, previo l'assolvimento di obblighi più blandi ma che comunque presuppongono una preventiva autorizzazione (tecnicamente: *ammissione*) da parte delle competenti autorità di settore, è volta a sorvegliare le nuove creazioni di tecno-finanza proprio per saggiarne, da vicino, funzionamento e impatto. Lo schema prevede specificamente la possibilità di concedere ai soggetti ammessi (siano essi operatori tradizionali ovvero player di nuova estrazione, dunque non autorizzati in via generale) apposite deroghe rispetto alla disciplina normalmente applicabile. La sperimentazione è ammessa nell'ambito di finestre temporali e per durate non superiori ai 18 mesi e, al termine, ove gli sperimentatori lo richiedano e il progetto non sia stato revocato, può essere concessa una proroga nel corso della quale le eventuali deroghe alla disciplina ordinaria cessano di avere effetto in vista di una richiesta di autorizzazione o iscrizione in albi o elenchi (per gli *outsiders* e i *new comers*) ovvero di uno svolgimento al di fuori del perimetro sperimentale (per gli operatori tradizionali) se, nel frattempo, le autorità abbiano mutato le regolamentazioni di riferimento.

L'impostazione dello schema regolamentare sembra decisamente abbracciare la falsariga inclusiva (*integrare*). L'attività svolta nel periodo sperimentale beneficia di uno "sconto normativo" la cui misura è stabilita e graduata dalle stesse autorità di settore: anch'esse sono direttamente coinvolte nella sperimentazione, in quanto dosano le deroghe in ragione della peculiarità delle singole iniziative e ne rilevano gli effetti in corso d'opera, il tutto al fine di valutare la praticabilità e la coerenza sistemica di un'adozione, eventualmente permanente, del regime derogatorio (se del caso ritoccato ad hoc).

La bontà del progetto è duplice in quanto, al bagaglio esperienziale che consente una più consapevole ed efficiente normazione, s'aggiunge l'effetto implicito di neutralizzare, o comunque fortemente contenere, esercizi abusivi che, proprio grazie alla facoltà di sperimentazione controllata, non trovano più vie di fughe nelle lacune normative.

Resta aperto un tema: criptovalute e criptoattività entrano nel perimetro dello sperimentabile? Il dubbio è legittimo, in quanto a fronte dell'ampia definizione di Fintech contenuta nell'art. 1<sup>39</sup>, fra i vari requisiti cui l'art. 6 subordina l'ammissibilità della sperimentazione si richiede che l'iniziativa

---

<sup>38</sup> Non ancora emanato al tempo di redazione di questo contributo.

<sup>39</sup> Riprodotta in nota 1.

“*present[i] elementi di novità legati all’impiego di tecnologie informatiche e contribuisce[a] all’innovazione di servizi e prodotti nei settori finanziario, creditizio, assicurativo*”. Deve cioè essere qualcosa di nuovo sul piano sia tecnologico sia innovativo dell’esistente. Ora, la criptovaluta in sé non può dirsi un fenomeno nuovo, mentre indubbiamente innovativo è il più volte menzionato ampliamento delle potenzialità operative dei soggetti che a vario titolo intervengono nei processi di pagamento, emissione, offerta, scambio. In tal senso la riconduzione al campo di sperimentabilità anche di siffatte prestazioni che insistono su valute virtuali e criptoattività non solo appare possibile ma chiuderebbe l’incompiuto cerchio normativo abbozzato dalla disciplina antiriciclaggio, riconciliando quell’ampiezza di funzioni con gli schemi regolamentari in cui quelle funzioni vanno ad iscriversi e avviando il virtuoso processo di integrazione cui la sperimentazione Fin-tech è protesa<sup>40</sup>.

A chiosa finale della nostra riflessione, osserveremo come il fenomeno criptovalutario non vada ripudiato o ostacolato né tanto meno ignorato o “isolato”. Al contrario, esso va garantito e permesso purché nel quadro di un perfetto equilibrio fra benefici innovativi, mantenimento di adeguati livelli concorrenziali e protezione degli utenti e degli investitori. L’avvento e

---

<sup>40</sup> Si segnala che lo Studio Ghidini, Girino & Associati, al quale appartengono gli scriventi, ha specificamente suggerito, in sede di partecipazione alla consultazione pubblica sullo schema regolamentare in parola, vuoi l’inclusione del fenomeno criptovalutario fra le attività ammissibili alla sperimentazione vuoi una modifica dell’art. 5, comma 2, lett. a) del predetto schema volta rimuovere un possibile intoppo formale. Tale norma infatti parrebbe ostacolare l’inclusione del fenomeno criptovalutario là dove, fra le ammissibili, contempla l’attività che «è *soggetta all’autorizzazione o all’iscrizione in un elenco da parte di almeno una delle autorità di vigilanza di cui all’articolo 1 comma 1, lettera b)*». Ora, le autorità di vigilanza sono, ai sensi dell’art. 1 dello schema di regolamento, soltanto la Banca d’Italia, la Consob e l’Ivass mentre, nel modello normativo tracciato dal decreto antiriciclaggio, i prestatori di servizi sono soggetti all’obbligo di iscrizione del registro tenuto dall’OAM, che lo schema non considera (giustamente) come autorità di vigilanza. Da qui l’opportunità di valutare l’inserimento della attività di natura criptovalutaria in considerazione delle interferenze che le stesse, nella lata accezione definitoria contenuta nella disciplina antiriciclaggio, potrebbero implicare. Escludendosi attività che già oggi possano considerarsi come svolte in stato di abusivismo, la possibilità di un’efficace sperimentazione FinTech presuppone l’attrazione nella sfera di test anche di realtà più variegate, che potrebbero comunque comportare invasioni nei campi del diritto bancario, finanziario o assicurativo. Allo scopo il suggerimento fornito consiste nel modificare la locuzione della bozza di norma citata interponendo fra le parole “è *soggetta*” e “*all’autorizzazione o all’iscrizione etc.*” la precisazione “*, o dovrebbe o potrebbe essere soggetta*” in modo tale da attrarre nella sfera dello sperimentabile anche realtà più ibride o complesse e sulla cui inclusione, come si è notato, il dibattito è in pieno corso.

Il testo completo del contributo, datato 20 marzo 2020, è disponibile al seguente link del sito MEF [http://www.dt.mef.gov.it/dipartimento/consultazioni\\_pubbliche/consultazione\\_regolamento.html](http://www.dt.mef.gov.it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_regolamento.html).

la prepotente affermazione di Internet ha generato, oltre a indubbi vantaggi, anche un pericoloso pensiero distopico: la sensazione che la rete potesse tradursi non solo in un mondo parallelo ma anche in un anti-pianeta pseudo-libertario e privo di regole. Questa sensazione va ora riflettendosi anche in settori vitali quali il bancario, il finanziario e l'assicurativo. L'unico modo razionale di affrontare la rivoluzione digitale consiste nel ricondurre la tecnologia alla sua naturale funzione servente, al suo congenito fine di facilitare e agevolare il comportamento degli operatori, non certo di sottrarlo al rispetto degli impianti normativi che garantiscono la trasparenza e la sicurezza degli scambi e, in definitiva, la stabilità del sistema. La *creative disruption* non tollera, per definizione, derivate anarcoidi: del resto, la stessa inquietudine evolutiva della valuta virtuale, pur nella sua giovane ma turbolenta esistenza, lo prova in modo irrefutabile.