

Dalla *lex mercatoria* alla RegTech: la circolazione transnazionale delle valute virtuali alla prova della disciplina giuridica

di Claudia Marasco

Abstract: From *lex mercatoria* to RegTech: the transnational circulation of virtual currencies to the test of legal discipline – This work intends to investigate possible regulatory alternatives of virtual currencies, in the light of the globality of the phenomenon and the absence of a complete discipline *in subiecta materia*. One wonders if the most effective solution can be identified among universally shared disciplinary models that are able to ensure, in the context of techno-finance, the overcoming of sovereign logic, based on local forms of intervention, which do not appear adequate to regulate the phenomenon in question. To this end, both the criticalities linked to the multiform legal nature of virtual currencies and those deriving from the regulatory approaches that, at present, can be found in the supranational legislative landscape have been identified.

Keywords: Cryptoassets; Regulation; Lex mercatoria; RegTech; MiCA.

1. Premessa

Il processo di evoluzione digitale, che si inserisce nell'ambito della ormai nota quarta rivoluzione industriale¹ (*rectius* rivoluzione digitale), sta mutando tanto i modelli di organizzazione delle imprese quanto le dinamiche dei mercati. Tuttavia, se, da una parte, esso ha favorito l'impiego della tecnologia nel settore finanziario, ha, dall'altra parte, evidenziato l'inadeguatezza della prospettiva che, tradizionalmente, orienta l'analisi dei fenomeni innovativi che impattano sul diritto. Ci si riferisce alla prospettiva nazionale dell'intervento normativo, la quale – in uno alla perdurante segmentazione degli ordinamenti giuridici – potrebbe non essere in grado di rispecchiare le caratteristiche proprie di alcune tecnologie. Rilevano, in tal senso, quelle che, applicate ai segmenti del mercato finanziario, offrono strumenti dotati di intrinseca a-territorialità.

Ne consegue che i sistemi di diritto conosciuti come *vestfaliani*, poiché fondati sull'assoluta sovranità del diritto nazionale, sono entrati in crisi, non

¹ *Ex multis*, F. Vella, G. Giordano, *De-localizzazione e a-territorialità*, in M. Cian, C. Sandei, (cur.) *Diritto del FinTech*, Milano, 2020, 39.

apparendo idonei a regolamentare efficacemente i segmenti del mercato che utilizzano strumenti digitali a-territoriali.

Nonostante il profondo stato di incertezza ingenerato da questo ampio contesto di innovazione, le autorità pubbliche sono ormai chiamate a svolgere un'attenta analisi dei fenomeni tecnologici in atto, per identificare iniziative ed interventi che salvaguardino l'interesse pubblico garantendo, in tal modo, un adeguato equilibrio tra utilità e rischi del processo innovativo. Per altro verso, la proliferante diffusione di specifiche applicazioni di detti strumenti², nella prassi, ha generato fenomeni elusivi determinati dai traffici illeciti transnazionali³, più facilmente perseguibili grazie all'a-territorialità delle operazioni eseguite mediante valute virtuali. Invero, proprio queste ultime hanno attratto l'attenzione dei legislatori e delle Autorità di vigilanza⁴, in considerazione della loro significativa diffusione nelle varie declinazioni del sistema finanziario⁵.

² Per un confronto in ordine all'effettiva diffusione del fenomeno, cfr. A. Caponera e C. Gola, *Aspetti economici e regolamentari delle criptoattività*, in *Questioni di economia e finanza*, 2019, in cui viene stimato che, all'inizio del 2018, la "capitalizzazione" globale del mercato delle "valute virtuali" fosse pari a oltre 830 miliardi di dollari; mentre nel 2019 tale capitalizzazione sarebbe ammontata a 130 miliardi di dollari e che vi fossero oltre 2000 "criptovalute". Il crollo del mercato si è verificato nel corso del 2018, a causa di alcuni eventi informatici e al venir meno della crescita esuberante di bitcoin (e delle altre principali "valute virtuali") dopo avere raggiunto il prezzo di circa 19 mila dollari, contro i circa 3850 nei primi giorni di marzo di quest'anno. Si tenga presente che la misura della capitalizzazione globale del mercato potrebbe sovrastimare il fenomeno poiché molte "valute virtuali" non hanno un mercato attivo. Il mercato è molto concentrato in termini di capitalizzazione, pari a circa 52 per cento bitcoin, 11 per cento Ether, 9 per cento Ripple. Informazioni in tempo reale su prezzi, volumi, commissioni, rating dei principali *exchanges* e *minig pools* sono disponibili su diverse piattaforme telematiche.

³ Per un approfondimento in ordine all'evoluzione della disciplina europea in tema di prevenzione del riciclaggio mediante valute virtuali cfr. G. Corasanti, *Il trattamento tributario dei bitcoin tra obblighi antiriciclaggio e monitoraggio fiscale*, disponibile su www.fondazione-odcec-na.it.

⁴ Si consideri che l'Italia sembra esser stata tempestivamente attenta a monitorare lo sviluppo e la diffusione del fenomeno delle valute virtuali. Infatti, sin dal gennaio 2015, la Banca d'Italia e la UIF hanno messo in guardia i consumatori e gli intermediari sui possibili rischi connessi all'uso delle valute virtuali. Tra i vari aspetti sottolineati, i rischi di perdite permanenti delle somme utilizzate per l'acquisto di valute virtuali a causa di malfunzionamenti, attacchi informatici, smarrimento della password del portafoglio elettronico; mancanza di tutele legali e contrattuali, di obblighi informativi e di presidi di trasparenza, oltre che forme di tutela o garanzia delle somme impiegate, dato che l'attuale ordinamento non prevede specifiche forme di protezione o garanzie legali delle Autorità. Era stato inoltre segnalato, fin da allora, il rischio connesso all'utilizzo delle valute virtuali per finalità criminali e illecite, incluso il riciclaggio di denaro. Cfr., in tal senso, Banca d'Italia, *Valute virtuali, Provvedimenti di carattere generale delle autorità creditizie*, sezione II – Banca d'Italia, Bollettino di Vigilanza n. 1/2015; Banca d'Italia, *Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette valute virtuali*, Roma, 30 gennaio 2015; Banca d'Italia, *Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee*, Roma, 19 marzo 2018. In ultimo, CONSOB e Banca d'Italia, *Consob e Banca d'Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle cripto-attività*, comunicato stampa pubblicato il 28 aprile 2021 sul sito www.bancaditalia.it

⁵ In arg. R. Bocchini, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina*

Come si vedrà, le iniziative legislative realizzate in sede sia nazionale che europea risultano ancora allo stato embrionale e, comunque, non sufficientemente esplicative di tutte le implicazioni derivanti dal fenomeno innovativo in parola. Esse, infatti, si pongono, di volta in volta, come timidi tentativi di orientare a più ampio spettro l'interprete, davanti alle singole fattispecie concrete, senza però riuscire a colmare le lacune disciplinari, connesse alle caratteristiche proprie di ciascuna cripto-attività⁶.

Sul presupposto che il processo di indagine innescato sul tema è ben lungi dall'essere compiuto, il presente contributo intende soffermarsi, allora, sui possibili strumenti di regolamentazione della circolazione delle valute virtuali, senza perciò sottacere le principali criticità connesse a ciascuno di essi.

In particolare, il lavoro è volto ad ipotizzare possibili modelli disciplinari che permettano, *in subiecta materia*, il superamento di logiche sovraniste, fondate su forme di intervento locali, le quali non appaiono adeguate a regolamentare il fenomeno di cui trattasi. Tali opzioni normative, infatti, in seguito ad un necessario adattamento strutturale al tecnicismo, di cui il campo del *FinTech*⁷ è dotato, potrebbero trovare un efficace campo di azione nell'ambito del mercato globale delle valute virtuali, in quanto universalmente condivise, ed essere perciò definite *post-vestfaliane*.

tra prospettive economiche e giuridiche, in *Riv. Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, II, 2017, 27 ss.

⁶ Invero, già nel 2014, uno studio della Commissione europea del 2014 dal titolo "*VAT treatment of Bitcoin*", sottopose agli Stati membri le proprie proposte di inquadramento unitario del fenomeno. Il documento ha avuto il pregio di illustrare un vasto numero di possibili qualificazioni di una specifica moneta virtuale, *i.e.* il *bitcoin*, valutandone altresì gli effetti rispetto alle potenziali attività attuali ad esso legate; tuttavia, non si è rivelato sufficiente a fornire una soluzione definitiva alla questione, dal momento che non è stato possibile, in quella sede, raggiungere il consenso degli Stati membri in merito al regime impositivo da applicarsi, in concreto, alle transazioni in valuta virtuale. Cfr. Studio della Commissione europea dal titolo *Group on the future of VAT, VAT treatment of Bitcoin*, pubblicato il 23 ottobre 2014.

⁷ Con il termine *FinTech* (o "*Finanza tecnologica*" o, ancora "*Tecnologia applicata alla finanza*") si intende indicare genericamente tutte le componenti digitali presenti nel sistema finanziario, che concorrono alla produzione di un servizio o di una relazione finanziaria. M. Cian – C. Sandei, (cur.) "*Diritto del Fintech*", Milano, 2020; nello stesso senso F. Panetta, *Indagine conoscitiva sulle tematiche relative all'impatto della tecnologia finanziaria sul settore finanziario, credito e assicurativo*, Audizione alla Camera dei Deputati, pubblicata il 29 novembre 2017, 3.

Per un approfondimento sull'argomento, cfr.: V. Lemma, *FinTech Regulation. Exploring New Challenges of the Capital Markets Union*, Palgrave Macmillian, 2020; M. Cian – C. Sandei (cur.) *Diritto del FinTech*, Milano, 2020, M.T. Paracampo (cur.), *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2019.

Ex multis, inoltre, P. Armstrong, *Financial Technology: The Regulatory Tipping Points*, relazione tenuta presso il *Fma's FinTech conference*, Liechtenstein, il 27 settembre 2016 e pubblicata sul sito www.esma.europa.eu; D.W. Arner, J. Barberis, R.S. Buckley, *FinTech, RegTech, and the Reconceptualization of Financial Regulation*, in *Northwestern Journal of International Law & Business*, 2017, 371 ss.; E. Macchiavello, *FinTech Regulation from a Cross-sectoral Perspective*, in V. Colaert, D. Busch, T. Incalza, *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Londra, 2019.

2. Le valute virtuali: profili tecnologici e giuridici delle nuove rappresentazioni digitali di valore

Diversamente dai servizi bancari e finanziari, nonché dalle nozioni di prodotti di investimento e strumenti finanziari, le valute virtuali non sono state oggetto di un'apposita e completa disciplina, né a livello nazionale, né sovranazionale. A ben vedere, l'estremo tecnicismo del fenomeno comporta inevitabili incertezze di approccio disciplinare verso un *quid novi*, di difficile collocazione sistematica, che non sembra avere alcun precedente di riferimento. Di tal che, pare opportuno brevemente descrivere i principali aspetti tecnologici che connotano detti *assets*, al fine di inquadrarli giuridicamente.

Sotto il profilo squisitamente operativo, le valute virtuali non presentano, invero, particolari difficoltà definitorie: può affermarsi che esse sono rappresentate tutte da un documento digitale, il quale esprime un segno convenzionale, associato ad un individuo determinato attraverso codici informatici⁸.

Inoltre, benché il mercato offra, ormai, un'ampia varietà di criptovalute dotate di meccanismi di funzionamento diversi, esse sono accomunate da talune caratteristiche strutturali⁹. In particolare, con riferimento alla

⁸ La tecnologia applicata alle valute virtuali, la *blockchain*, rende tale segno irripetibile e l'attribuzione al titolare esclusiva. In altre parole, la tecnologia sopperisce all'assenza di un supporto documentale fisico e mobile, replicando - nell'ambiente digitale - l'unicità della documentazione e una forma di apprensione esclusiva. Per un approfondimento in ordine al funzionamento di tale tecnologia, P. Gallo, *DLT, blockchain e smart contract*, in M. Cian – C. Sandei (cur.), *Diritto del FinTech*, cit., 137 ss.

⁹ Era stato precisato nel Report EBA del 2012, che a seconda dell'interazione con la moneta legale e con l'economia reale, le valute virtuali potevano essere distinte in: valute a schema chiuso, di solito utilizzate in giochi on-line; valute a schema unidirezionale, che vengono acquistate mediante moneta reale e possono essere utilizzate per acquistare beni e meri virtuali ed eccezionalmente di natura reale; valute a schema bidirezionale, che possono essere vendute ed acquistate contro valute reali. Il successivo documento pubblicato da Banca d'Italia, *"Fintech in Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari"*, pubblicato a dicembre 2017, sull'abbrivio di quanto precedentemente rinvenuto dall'EBA, ha parlato dello schema di funzionamento delle valute virtuali distinguendo: a) valuta convertibile o aperta: può essere scambiata con moneta avente corso legale, con un tasso di cambio generalmente stabilito tramite una quotazione che avviene in tempo reale su piattaforme dedicate; b) valuta non convertibile o chiusa: concepita per l'utilizzo in uno specifico ambito o dominio virtuale, non può essere convertita in moneta legale (cfr. in part. Pag. 30-31 del documento).

Per un approfondimento in ordine alle caratteristiche operative delle valute virtuali, R. Bocchini, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, I, 2017, 27 ss.; G. Corasanti, *Il trattamento tributario dei bitcoin tra obblighi antiriciclaggio e monitoraggio fiscale*, cit., il quale afferma: "[...] le criptovalute possono essere create da un emittente privato (è il caso delle cc.dd. "valute centralizzate") o, alternativamente, da utenti che utilizzano software altamente sofisticati (si tratta, in tal caso, delle cc.dd. "valute decentralizzate"). La valuta virtuale non è materialmente detenuta dall'utente, il quale la movimentata attraverso un conto personalizzato (c.d. portafoglio elettronico o wallet, generalmente un software sviluppato e fornito dai c.d. wallet providers), accessibile grazie al possesso di apposite credenziali. L'acquisto di criptovaluta può avvenire mediante

modalità di produzione, si è in presenza di *utilities* sviluppate da un emittente privato (nel caso delle valute “centralizzate”) o, in via diffusa, da utenti che utilizzano *software* altamente sofisticati (nel caso delle cd. valute decentralizzate), attraverso un sistema concepito sulla costituzione di blocchi progressivi e sulla capacità di calcolo di un particolare algoritmo autogestito. Con riferimento alla loro circolazione, esse non sono fisicamente detenute dall’utente, bensì movimentate anonimamente attraverso portafogli elettronici (*e-wallet*), sviluppati e forniti da appositi soggetti (*wallet providers*), su piattaforme digitali. Queste ultime, poi, non sono completamente regolamentate, né sostenute da alcuna autorità centrale, ma possono fornire il servizio di cambio in moneta legale, gestire portafogli ed investimenti digitali oppure consentire l’esecuzione di transazioni, tecnicamente irreversibili e basate su tecnologia crittografata. Le operazioni ivi compiute vengono validate dall’intera comunità di fiducianti/fiduciari, tenuto conto che gli utenti *scelgono* di aderire ad un *network* che usi tale strumento¹⁰.

In ragione di siffatte caratteristiche strutturali, le criptovalute sono state ritenute¹¹ *apolidi*, perché slegate da qualsiasi competenza politica e non localizzabili in alcuno Stato sovrano; nonché *adespote*, perché non sono emesse da alcuna autorità monetaria e nessuna istituzione, come si vedrà, sembra in grado, al momento, di intervenire per regolarle univocamente.

A ben vedere, detti strumenti si erano proposti sullo scenario economico mondiale come fenomeni a-legali¹², rispetto ai quali le autorità di vigilanza si erano preoccupate di evidenziare i soli rischi economici connessi al loro impiego¹³. I Legislatori, invece, ne avevano seguito le dinamiche di interazione con il mercato ordinario, per comprenderne meglio il funzionamento, assumendo per tale via una posizione attendista.

moneta tradizionale su una piattaforma di scambio ovvero essa può essere ricevuta online da parte di soggetti che la possiedono. Una volta acquistata, la valuta confluisce poi sul portafoglio elettronico dell’utente, tramite il quale è possibile effettuare acquisti presso esercizi commerciali o persone fisiche che accettano il pagamento mediante valute virtuali ovvero effettuare rimesse in favore di altri soggetti titolari di wallet di valute virtuali, nonché, quando ciò sia possibile, riconvertirle in moneta legale. Difatti, non sempre le valute virtuali possono essere riconvertite in moneta tradizionale. A titolo esemplificativo, le c.d. valute virtuali a convertibilità limitata possono essere acquistate con moneta tradizionale, ma non possono in seguito essere riconvertite in tale moneta. Al contrario, le c.d. valute virtuali pienamente convertibili possono essere acquistate e rivendute in cambio di moneta tradizionale”.

¹⁰ R. Bocchini, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, *Diritto dell’informazione e dell’informatica*, cit.

¹¹ G. Befani, *Contributo allo studio sulle criptovalute come oggetto di rapporti giuridici*, in *Il diritto dell’economia*, III, 2019, 382.

¹² E. Girino, *Criptovalute, un problema di legalità funzionale*, *Riv. dir. banc. online*, 2018.

¹³ Cfr., in tal senso, a livello europeo, EBA, *Avvertenza per i consumatori sulle monete virtuali*, pubblicato il 12 dicembre 2013 sul sito www.eba.europa.eu; ma anche BCE, *Virtual Currency schemes*, pubblicato ad ottobre 2012, che già evidenziava i rischi sistemici per il mercato monetario e finanziario. Per una più approfondita analisi delle avvertenze diffuse tra il 2012 ed il 2015 dalle autorità di vigilanza, cfr. anche L. Pellegrino, *Le valute virtuali nella prospettiva delle autorità di vigilanza comunitarie e nazionali*, pubblicato il 28 maggio 2015 su www.dirittobancario.it

L'espansione delle valute virtuali, quindi, pare riconducibile soprattutto ad un contesto operativo a lungo svincolato dal controllo delle autorità garanti o delle cd. *third parties*. Ciò significa che le criptovalute hanno potuto liberamente circolare, pur non esistendo *in rerum natura*, all'interno di un sistema che potrebbe definirsi "anarchico" ma, non per questo, *ex se* illecito.

La veloce diffusione delle stesse, sul piano delle concretezze, è aumentata significativamente negli anni, assumendo dimensioni ormai non più trascurabili dalle autorità di settore a vari livelli. Orientano in tal senso, da un lato, le criticità derivanti dalla convertibilità con il denaro "reale" offerta da alcune piattaforme di scambio - che ne consente l'impiego per acquistare beni, reali o virtuali, anche di valore considerevole -; dall'altro lato, le criticità connesse al crescente giro d'affari determinato dalla nascita di nuovi ruoli di *business* incentrati, in generale, sul fenomeno del *FinTech*¹⁴.

Entrambi i profili di criticità ricordati hanno rafforzato, tra l'altro, la necessità impellente di prevenire eventuali utilizzi distorti delle *utilities* in commento da parte degli utenti, tenuto conto della facilità di perseguire interessi illeciti o criminosi, derivante dalle peculiarità del mercato di riferimento¹⁵.

E' alla luce delle caratteristiche tecniche indicate e dei rischi che l'impiego di questi *assets* comporta¹⁶ che si è posto un preliminare problema di definizione normativa¹⁷.

¹⁴ In tal senso, Resoconto VI Commissione permanente (Finanze), Parlamento, del 13 maggio 2021, pag. 33.

¹⁵ Tra essi, si pensi, in ultimo, all'abusivismo finanziario di cui alla sent. Cass. Pen. II sez., 25 settembre 2020, n. 26807, con nota di L. Santoni, *Operazioni in criptovalute e abusivismo finanziario: Nota a Cass. Pen. II sez., 25 settembre 2020, n. 26807*, in Riv. Dir. del Risparmio, II, 2021, 1 ss.

¹⁶ In tal senso, non possono sottacersi i rischi legati al pericolo di una bolla speculativa; al possibile uso illecito ed elusivo della normativa fiscale; ai problemi di stabilità del mercato in relazione alla eccessiva volatilità che caratterizza il rapporto di cambio di alcune valute virtuali contro le monete tradizionali; all'assenza di reale tutela legislativa per il contraente. Cfr. R. Bocchini, "Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche", in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, I, 2017, 27.

¹⁷ Come rilevato anche dalla dottrina, infatti, la classificazione preventiva degli strumenti e delle transazioni determina quale sia la regolamentazione applicabile e quali sono i poteri di controllo che l'autorità competente può esercitare. L'importanza e le conseguenze del principio definitorio sono sottolineate nel documento pubblicato dal Comitato di Basilea, intitolato *Basel committee on banking supervision, Sound practices: Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, 2017, che testualmente: "how fintech, innovation and other similar terms are defined is important, as the definition can influence how supervisors approach fintech. While no umbrella definition may be needed in order to consider fintech developments, jurisdictions may have to define specific products and services in order to set a specific approach for possible regulation". In dottr., G. Falcone, *Tre idee intorno al c.d. "FinTech"*, in Riv. dir. Banc., 2019, 351 ss.

Nel mercato unico europeo, classificazione incerte, basate su definizioni incerte creano innanzitutto possibili arbitraggi regolamentari, in virtù dei quali gli intermediari finanziari ricercano la regolamentazione più conveniente per se stessi, a scapito dell'efficace vigilanza finanziaria e della tutela dell'utente. Inoltre, classificazioni non armonizzate determinano notevoli criticità nel trattamento fiscale e nell'individuazione dei responsabili di comportamenti contrari alla normativa antiriciclaggio. Cfr. A. Zetsche, F. Annunziata, D. W.

Al cospetto della trasformazione digitale del mercato, tuttavia, la nuova stagione di dibattito tra attori pubblici e privati ha dovuto confrontarsi con le difficoltà di sussumere entro categorie giuridiche unitarie – così come concepite prima dello sviluppo delle tecnologie emergenti –, fenomeni che si discostano profondamente dai paradigmi consolidati.

Nel nostro ordinamento, a fronte di un orientamento che ha tentato di inquadrare univocamente le valute virtuali nel novero delle monete elettroniche, si è diffusa la posizione di quanti hanno inteso ricondurle, piuttosto, all'ambito degli strumenti finanziari¹⁸.

Per contro, si è del parere che, in considerazione della versatilità di cui le criptovalute risultano intrinsecamente dotate, sarebbe opportuno adottare un approccio che distingua lo scopo perseguito all'interno della singola operazione, attraverso l'analisi del contesto di mercato nel quale essa è realizzata.

In tale prospettiva, la definizione di criptovaluta quale *rappresentazione digitale di valore*¹⁹, sembra ben sintetizzare le molteplici funzioni che essa può compiere, e che dipendono dalla prevalenza delle caratteristiche dell'*asset*, di

Arner, R.P. Buckley, *The markets in crypto-assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, in *Capital Markets Law Journal*, II, 2020, 203 ss.

¹⁸ Per una ricostruzione del dibattito in ordine a questi due orientamenti, *ex pluris*, cfr. R. Bocchini, *Lo sviluppo della moneta virtuale*, cit.; M. Cian, *La criptovaluta - alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, Riv. Banca Borsa Titoli di credito, III, 2019, 315 ss.; G. L. Greco, *Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari*, Riv. Dir. Banc., I, 2019, 61 ss.; G. Donadio, *Dalla "nota di banco" all'informazione via Blockchain, profili civilistici e problemi applicativi della criptovaluta*, in *Giust. civ.*, 2020, 173 ss.; G. Gasparri, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Dir. informazione e informatica*, 2015, 415 ss.; N. Vardi, *"Criptovalute" e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin*, in *Dir. Informazione e informatica*, 2017, 443 ss.

In giur., sent. Trib. Verona 24 gennaio 2017 n. 195, che ha qualificato la valuta virtuale – come il *bitcoin* – alla stregua di uno strumento finanziario, costituito da una "moneta", utilizzabile per compiere transazioni grazie ad un software open source e ad una rete peer to peer. Si è dell'opinione che siffatta posizione, tuttavia, non possa individuare la natura giuridica generale delle valute virtuali, bensì solo di quelle in cui esse si propongano come "occasioni di investimento", in ragione dello scopo perseguito e del contesto di riferimento. Le considerazioni rappresentate dai giudici, ci sembra possano essere sostenute solo allorché la negoziazione finanziaria abbia ad oggetto una valuta virtuale che goda di una propria dimensione negoziale sul mercato, altrimenti l'operazione si ridurrebbe all'adesione irrilevante ad un *network* privo di interazioni con l'ordinamento finanziario.

¹⁹ Banca d'Italia, *Comunicazione del 30 gennaio 2015 – Valute virtuali, Provvedimenti di carattere generale delle autorità creditizie*, sezione II – Banca d'Italia, Bollettino di Vigilanza n. 1/2015, che testualmente definisce le valute virtuali: "*rappresentazioni digitali di valore non emesse da una banca centrale o da un'autorità pubblica. Esse non sono necessariamente collegate a una valuta avente corso legale, ma sono utilizzate come mezzo di scambio o detenute a scopo di investimento e possono essere trasferite, archiviate e negoziate elettronicamente. Le VV non sono moneta legale e non devono essere confuse con la moneta elettronica*". Tale definizione richiama pedissequamente quella precedentemente offerta dall' European Banking Authority, in *Opinion on virtual currency*, EBA/OP/2014/08, pubblicata il 4 luglio 2014.

volta in volta privilegiate²⁰. Ci sembra, pertanto, che la natura giuridica di quest'ultimo debba essere qualificata come *funzionale* e che, perciò, la stessa possa corrispondere alle relazioni giuridiche ed economiche di volta in volta sottostanti alle operazioni concrete²¹, *i.e.* finanziamento (si pensi al *crowdfunding* o al *invoice trading*), pagamento (come nel *digital wallet* o nel *mobile payments*), ma anche conferimento, risparmio.

In altre parole, allorché detti *assets* sottendano operazioni finanziarie tradizionali, gli stessi sembrerebbero richiedere all'interprete uno sforzo rivolto, non tanto all'inquadramento giuridico, quanto alla comprensione tecnocratica dello strumento. Infatti, sul presupposto che la denominazione dell'invenzione tecnologica applicata alla finanza non identifica la fattispecie giuridica, il giurista sarebbe chiamato a svolgere la propria fisiologica attività esegetica ricorrendo a paradigmi a lui noti, da adattare solo alle modalità operative utilizzate. In tali casi, i problemi regolatori appaiono di portata contenuta, attesa la possibilità di ricorrere agevolmente al criterio dell'applicazione analogica delle preesistenti normative di settore²². Per contro, essi diventano più immediatamente rilevanti con riferimento alla disciplina dei soggetti, *i.e.* dei nuovi operatori del mercato criptovalutario, i quali spesso offrono al contempo plurimi servizi, accomunati dalla tecnologia applicata, ma afferenti a settori diversi. Ognuno di questi operatori, infatti, è sottoposto ad autonome e diverse riserve di attività, che prescindono dall'unitarietà della tecnologia utilizzata per esercitarle; sicché, si pone un problema di compatibilità con le norme di settore tradizionali.

In conclusione, alla luce di quanto è stato rilevato, emerge che l'espressione "valuta virtuale" contrassegna un insieme di realtà economiche disomogenee, le quali hanno in comune soltanto il loro supporto di documentazione e circolazione. L'indiscusso fascino indipendentista esercitato da questi strumenti sull'opinione pubblica non esonera il giurista

²⁰ G. Gasparri, *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del Bitcoin; miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Riv. Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, III, 2015, 415; R. Bocchini, cit., 27 ss.

²¹ In merito ai variegati impatti giuridici derivanti dalle potenzialità applicative, cfr. in dottrina: N. Mancini, *"Bitcoin: rischi e difficoltà normative"*, in *Riv. Banca, impresa, società*, I, 2016, 111 ss.; R. Scaglione, *"Gli interventi delle autorità di vigilanza in materia di schemi di valute virtuali"*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2015, 139 ss.; R. Bocchini, cit., 27 ss.; B. Kelly, *"The Bitcoin Big Bang: How Alternative Currencies Are About To Change the World, Hoboken"*, New Jersey, 2015; P. Franco, *"Understanding Bitcoin: Cryptography, Engineering and Economics"*, in Wiley Finance Series, Chichester, 2015; H. Halaburda – M. Sarvary, *"Beyond Bitcoin: the Economics of Digital Currencies"*, New York, 2016.

²² In tal senso, ad esempio, ci si chiede se l'impiego della tecnologia informatica ad alcune operazioni di raccolta del risparmio, pagamento, finanziamento ed investimento dia vita a situazioni di disintermediazione tali da giustificare la disapplicazione della disciplina di settore, oppure se esso vada apprezzato alla stregua di una nuova forma di intermediazione della prestazione dei servizi finanziari in senso lato. Cfr. in arg. G. Befani, *Contributo allo studio delle criptovalute*, cit.

dal definirne la categoria giuridica di riferimento. La struttura multiforme di cui sono dotate e le eterogenee fattispecie che esse, di volta in volta, determinano, sembrano suggerire sempre più nitidamente che la loro natura giuridica sia insuscettibile di *reductio ad unum*; sicchè, si pone, in modo ancor più significativo, un problema di adeguata regolamentazione del fenomeno.

3. L'attuale framework normativo delle valute virtuali

Alla luce della *multiformità* emersa nel precedente paragrafo, sarebbe opportuno individuare una soluzione regolatoria del fenomeno criptovalutario, che sia tanto flessibile sotto un profilo *strictu sensu* giuridico, quanto coerente con i sistemi di diritto nazionali e sovranazionali ad esso preesistenti.

A ben vedere, le opzioni disciplinari adottate, via via, dai Legislatori nazionali si sono concentrate su quattro alternative²³: assenza di regolamentazione; interventi normativi limitati; piena regolamentazione di settore (con particolare riferimento alla licenza ad operare delle piattaforme, alla definizione di *standard* tecnologici, all'individuazione di presidi prudenziali specifici)²⁴; divieto di operare.

La prima opzione, invero, non appare idonea ad affrontare le criticità che, di volta in volta, possono emergere sui mercati finanziari e, in effetti, non ha ricevuto particolare seguito. Essa, infatti, implicherebbe l'affidamento completo del fenomeno all'autoregolamentazione del mercato, ingenerando tutti i pericoli collegati ad un mercato non presidiato, in termini di carenza assoluta di tutela in favore degli investitori/utilizzatori, di rischi operativi e di agevolazione dei traffici illeciti.

Pertanto, in linea con quanto rilevato in dottrina, la maggior parte delle autorità di vigilanza²⁵ ha ritenuto necessario intervenire per

²³ Per un approfondimento sui vari approcci regolamentari adottati dalle principali giurisdizioni statali, cfr. A. Caponera e C. Gola, cit., 20 ss.; B. Cappiello, "*Cepet leges in legibus. cryptoasset and cryptocurrencies private international law and regulatory issues from the perspective of eu and its member states*", in *Diritto del Commercio Internazionale*, III, 2019, 561 ss.; M. Cian – C. Sandei (cur.), *Diritto del Fintech* cit., 471 ss.

²⁴ In tal caso differenziando l'emanazione di una disciplina *ad hoc* dal ricorso a discipline preesistenti attraverso interpretazione analogica o estensiva. Sul punto, cfr. C. Gola – A. Caponera *Policy issues on crypto-assets*, Università Cattaneo, Working Papers n. 7/2019.

²⁵ Ad esempio, l'Autorità di vigilanza indipendente sul mercato svizzero (FINMA), come si apprende dalla Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle *initial coin offering* (ICO), ha stilato una lista di requisiti minimi per l'accoglimento delle richieste degli operatori che intendano assoggettare le ICO alla disciplina nazionale dei mercati finanziari; allo stesso modo si è mossa l'AMF, in Francia, dopo aver lanciato nel 2017 una discussione tramite la pubblicazione di un *Discussion Paper on Initial Coin Offerings (ICOs)*. Per approfondimenti sulla prospettiva regolatoria europea, cfr. P. Hacker – C. Thomale, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under Eu Financial Law*, in ECFR, 2018, 645 ss.; Burirov, *Regulation of Crypto Tokens and Initial Coin Offerings in the Eu*, in EJCL, 2019, 146 ss. Per una panoramica v. anche C. Sandei, *Le initial coin offering nel prisma del diritto finanziario*, Riv. dir. Civ., 2020, 397

regolamentare alcuni aspetti della circolazione dei *token*²⁶.

Taluni Stati extraeuropei, ad esempio, stanno propendendo per una articolata regolamentazione del fenomeno; ci si riferisce, in particolare, alla scelta di legare l'esercizio delle attività di intermediazione di valute virtuali alla previa concessione di licenze e, talvolta, alla disciplina specifica del funzionamento delle piattaforme²⁷. In tal caso, infatti, si ottiene il vantaggio di contenere i rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, nonché quelli operativi e di integrità del mercato.

A fronte dell'intervento normativo operato dai singoli Stati, le iniziative assunte a livello europeo confermano la propensione ad una disciplina di ampio respiro. Per tale via, l'intervento dei legislatori nazionali, almeno relativamente ad alcuni profili *in subiecta materia*, pare destinato ad essere limitato, in favore della regolamentazione uniforme del mercato unico.

In particolare, la Commissione europea ha rivendicato un ruolo centrale, optando per lo strumento normativo del "regolamento", applicabile direttamente in tutti gli Stati membri. Sull'abbrivio dell'*Action Plan* del 2018²⁸, essa ha pubblicato una nuova Strategia per la Finanza Digitale²⁹ che,

Con particolare riferimento agli *stablecoin* globali, la FSB ha analizzato le prospettive di finanza digitale nel proprio Final Report, intitolato *Regulation, Supervision and Oversight of "Global Stablecoin" Arrangements*, pubblicato il 13 ottobre 2020, mentre lo IOSCO ha considerato alcuni aspetti della tutela dell'investitore nel proprio Rapporto di marzo 2020. Al momento in cui si scrive si è in attesa di conoscere le ultime determinazioni assunte in sede di G20 del 2021 con riferimento alle valute virtuali.

²⁶ Così definite le valute virtuali, secondo la classificazione ormai più diffusamente adottata. Cfr. A. Zetsche, F. Annunziata, D. W. Arner, R. P. Buckley, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, in *Capital Markets Law Journal*, 2020, 204, il quale suddivide i *token* in base alla funzione da ciascuno di essi perseguita in tre categorie: *utility token*, *security/financial/investment token*, *currency/payments token*.

²⁷ Lo Stato di New York, Malta, Gibilterra, Francia hanno optato per l'adozione di specifiche licenze. Hanno preferito parlare di autorizzazione: Giappone (con presidi simili a quelli degli IP), Germania (per operatori professionali), Francia, Estonia (per i *wallet providers*), Australia, Lussemburgo.

Hanno recentemente optato per una regolamentazione più organica delle piattaforme di *exchanges* anche la Germania e la Svizzera. Cfr. M. Cian – C. Sandei (cur.), *Diritto del Fintech*, cit., 471 ss.

In Italia la regolamentazione principale è ancora contenuta nel d.lgs. 125/2019, nell'ambito della disciplina antiriciclaggio, che ha tentato una prima definizione delle valute virtuali a livello normativo.

²⁸ Ci si riferisce alla Comunicazione della Commissione UE, intitolata: *FinTech Action Plan: for a more competitive and Innovative European Financial Sector*, pubblicata il 8 marzo 2018, nel cui contesto essa aveva già osservato che In tale contesto, essa ha affermato che, al fine di ottenere un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo: "[...] i quadri normativi e di vigilanza europei dovrebbero consentire alle imprese che operano nel mercato unico dell'UE di beneficiare dell'innovazione finanziaria e fornire loro clienti con i prodotti più adatti e accessibili. Tali quadri dovrebbero anche garantire un elevato livello di protezione per i consumatori e gli investitori e garantire la resilienza e l'integrità del sistema finanziario [...]".

²⁹ Si tratta della Comunicazione della Commissione europea denominata *Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, "Communication on Digital Finance Package"*, pubblicata il 24 settembre 2020 e disponibile al link ec.europa.eu/info/publications/200924-

rispetto al primo, propone interventi regolatori più completi³⁰. Ci si riferisce, in particolare, alla proposta di un regolamento europeo destinato al mercato delle criptoattività (*Markets in Cryptoassets*, anche denominato MiCA o MiCAR)³¹.

Sul presupposto che anch'esso definisce criptovaluta “ogni rappresentazione digitale di valori o diritti che possono essere scambiati elettronicamente”³², il MiCA prevede due differenti discipline *ad hoc*, destinate a regolamentare l'una i *token* di utilità (e gli *stablecoin*) e l'altra i *token* di investimento non altrimenti regolamentati.

Con riferimento ai primi, la proposta di Regolamento si preoccupa di affrontare i rischi relativi alla stabilità finanziaria, all'integrità e all'efficienza del mercato, nonché alla protezione dell'utente. Con riferimento ai secondi, le ridotte dimensioni del mercato rispetto a quello del sistema finanziario centralizzato renderebbero piuttosto marginali le preoccupazioni legate alla stabilità finanziaria, e prevalenti quelle relative alla tutela del cliente e alla protezione dei dati.

Ciononostante, occorre considerare le potenzialità future e quelle legate all'eventuale espansione di alcune *stablecoin*, come la Libra³³. Queste ultime, infatti, potrebbero essere in grado di raggiungere, a livello globale, una diffusione significativa e di incidere in maniera imprevedibile sulla classificazione offerta dalla proposta di regolamento in commento³⁴.

In ultima analisi, sembra che gli orientamenti più recenti dei legislatori a vari livelli confermino un atteggiamento di tendenziale favore all'innova-

digital-finance-proposals_en. Il pacchetto di misure contenuto nella Strategia comprende anche una proposta per la resilienza operativa digitale, una proposta volta a chiarire o modificare determinate norme dell'UE in materia di servizi finanziari e una proposta relativa a un regime pilota sulle infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito (il c.d. DLT – Distributed Ledger Technology).

³⁰ A. Zetsche, F. Annunziata, D. W. Arner, R. P. Buckley, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, cit., 203 ss.

³¹ Esso è inserito nella Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 COM(2020) 593 final.

³² La definizione è contenuta altresì nell'art. 3 co. 1 n. 2 MiCA.

³³ Si tratta della proposta di moneta crittografica avanzata da Facebook che, secondo le qualificazioni proprie della Strategia di finanza in commento, si qualifica come ART, ossia a quelle *stablecoin* globali che intendono mantenere stabile il proprio valore, facendo riferimento a quello di una o più valute legali esistenti, una o più merci, una o più criptovalute o, ancora, ad una combinazione di tali strumenti. Per un approfondimento sulla regolamentazione di Libra, cfr. A. Zetsche, D.W. Arner, R. P. Buckley, *Regulating Libra*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 2021, 80 ss.

³⁴ Sotto altro profilo, in ragione della distinzione tra *token* testè richiamata, la maggior parte di quelli funzionali all'investimento sarebbero sottoposti al diritto finanziario generale dell'UE preesistente dettato in tema di strumenti finanziari, mentre il MiCA verrebbe applicato ai *token* di pagamento (regolamentati ai titoli III e IV) e ai *token* di utilità (cui è dedicato, invece, il titolo II).

zione tecnologica e finanziaria rappresentata dagli schemi di valute virtuali, sviluppatasi spontaneamente sul mercato. Di contro, le scelte di politica legislativa adottate scontano le difficoltà derivanti dalla prioritaria logica del diritto nazionale e quelle, conseguenti, di armonizzare discipline così eterogenee.

Sotto altro profilo, rileva che, al presente, non esiste una disciplina giuridica sistematica e *ad hoc* da parte delle autorità legislative, neanche a livello europeo, e che si tende ancora ad includere le valute virtuali entro *framework* normativi preesistenti, spesso secondo il criterio di applicazione analogica.

A ben vedere, per un verso, scelte disciplinari puntuali rischiano di allontanare un gran numero di utenti, attratti proprio dalla caratteristica disintermediazione di tale mercato; di contro, per altro verso, il *framework* internazionale appare ancora estremamente frammentato e, sotto alcuni aspetti, pericolosamente incerto.

Si è dell'opinione che la globalità del fenomeno e le esigenze di rapidità imposte da un settore in costante evoluzione escludano l'adeguatezza di interventi disciplinari di natura nazionale e di tipo settoriale rispetto alla complessità dei rapporti che possono derivare dall'applicazione della tecnologia al settore finanziario. Di tal che, pare opportuno indagare l'astratta idoneità di sistemi di diritto di più ampia applicazione, che siano in grado, al contempo, di rispettare l'innovazione tecnologica e fornire garanzie minime agli operatori, arginando i sistemi di diritto di tipo vestfaliano.

In altre parole, mentre gli obiettivi di regolamentazione restano (ad esempio in tema di stabilità finanziaria, sicurezza, tutela dei consumatori, integrità, concorrenza e sviluppo del mercato), sono gli strumenti normativi ad essere ancora oggetto di indagine.

4. Due risposte disciplinari alternative: il RegTech...

Valorizzando la natura funzionale delle valute virtuali che è stata rilevata, potrebbe essere indagata, allora, l'opportunità di adottare modelli di regolazione generali e flessibili, che presuppongano il superamento (relativo) dell'approccio normativo vestfaliano, conservato tradizionalmente dai legislatori nazionali.

A ben vedere, detta opzione sembrerebbe porsi quale precipitato del cd. globalismo giuridico già rilevato dalla dottrina meno recente, la quale aveva affermato che *“lo straordinario recente sviluppo tecnologico del cyberspazio e la conseguente globalizzazione economica hanno indotto sovente a parlare anche della necessità di un globalismo giuridico”*³⁵.

In tale ottica, si potrebbero porre due alternative regolamentari. Da una parte, la predisposizione *ex novo* di una disciplina specifica - e diversificata a seconda della funzione che la criptovaluta, di volta in volta,

³⁵ G. Rossi, *Un'autorità nazionale per i mercati finanziari?*, Riv. società, 2001, 185.

svolge -, che viene analizzata qui di seguito. Dall'altra parte, il ricorso a modelli normativi preesistenti, eventualmente adattati alla natura tecnologica dello strumento in commento, che sarà analizzato nel successivo paragrafo.

Con riferimento alla prima alternativa, si potrebbe valutare l'opportunità di una costruzione "normativa" dell'attuale assetto della *Regulatory Technology* (anche conosciuta come *RegTech*). Detto termine è generalmente utilizzato per identificare l'applicazione della tecnologia all'attività di vigilanza e *compliance* nel sistema finanziario, il quale offre enormi risparmi in termini di costi sostenuti dal settore dei servizi finanziari e dalle autorità di regolamentazione. In particolare, attraverso il *RegTech*, l'operatore del mercato finanziario sottoposto a regole di vigilanza utilizza talune tecnologie come canali di telecomunicazione, per affrontare le complessità derivanti dal quadro normativo di riferimento. Per tale via, questi consente un monitoraggio continuo ed in tempo reale sull'attività svolta, idoneo a prevenire condotte illecite e situazioni di crisi³⁶. Di tal che, da una parte, vengono quasi completamente superate le asimmetrie informative con gli stessi soggetti vigilati; dall'altra parte, è garantito un efficace intervento preventivo da parte delle autorità di vigilanza, che può determinare effetti deterrenti e, così, ridurre i costi derivanti dall'*enforcement ex post* della norma violata.

Tuttavia, il potenziale è considerato di gran lunga maggiore. Infatti, sul presupposto che non è possibile individuare in maniera omogenea ed organica la disciplina normativa delle valute virtuali, il *RegTech* – potendo diventare un comparatore a-statale di sistemi normativi, che si occupa proprio degli aspetti maggiormente significativi della loro circolazione – potrebbe giungere a regolamentarne alcuni profili, a livello globale. Si ha riguardo all'ipotetica applicazione della tecnologia informatica al processo di decisione e predisposizione di un *regulatory software*, leggibile dalle macchine e destinato ad essere inserito nei sistemi di compliance degli operatori, analogamente a quanto avviene, al presente, con altri *software*³⁷.

Il ricorso a siffatto strumento era già apparso necessario in seguito alla crisi finanziaria globale, per assicurare il rispetto degli obblighi imposti dalla disciplina di settore ai soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale. Ci si riferisce, in particolare, alle norme per la prevenzione del riciclaggio, ai requisiti prudenziali delle banche, agli obblighi di *reporting* e alle regole di comportamento nel mercato dei capitali.

Cionondimeno, la crescente digitalizzazione della finanza, e la sempre maggiore centralità dei dati, hanno indotto gli operatori ad individuare nel *RegTech* uno strumento per "riconcettualizzare e ridisegnare la

³⁶ D. Arner, J. Barberis, R. Buckley, *Fintech, RegTech and the Reconceptualization of Financial Regulation*, *J. Int'l L. & Bus.* 2017, 373.

³⁷ E. Micheler, A. Whaley, *Regulatory Technology: Replacing Law with Computer Code*, www.ssrn.com, 2018, 11.

regolamentazione finanziaria in linea con la trasformazione dell'infrastruttura dei mercati finanziari”.

Sarebbe opportuno indagare, pertanto, se un'opzione disciplinare rivolta in tale direzione possa essere in grado di rispettare il pluralismo multilivello proprio delle normative sovranazionali e nazionali preesistenti e, al contempo, di restituire un *corpus* innovativo e unitario, avente ad oggetto alcuni profili di tipo relazionale tra soggetti vigilanti e vigilati.

Così ripensato il quadro normativo di riferimento, il *RegTech* potrebbe diventare, *mutatis mutandis*, l'espressione di un approccio disciplinare completamente nuovo (definito *RegTech 3.0*³⁸). Esso, in particolare, a determinate condizioni, potrebbe contrastare la frammentazione della sovranità dei singoli Stati e prevenire le condotte illecite che sarebbero favorite, viceversa, dalla globalizzazione senza norme.

5. ... e la *lex mercatoria*

Con riferimento alla seconda alternativa disciplinare cui si è fatto cenno nel precedente paragrafo, pare opportuno domandarsi se l'adozione di un modello regolamentare preesistente, generale e flessibile, possa rappresentare una possibilità concreta di regolamentare taluni profili della circolazione delle valute virtuali, a determinate condizioni. Ci si riferisce, in questo senso, alla *lex mercatoria*³⁹ che, rappresentando il sistema di diritto sovranazionale delle transazioni private più risalente, costituisce un esempio particolarmente significativo – e secondo alcuni il più riuscito – di *diritto globale a-statale*. Essa veste le sembianze di un modello transnazionale di produzione e riconoscimento del diritto e della giustizia, originariamente destinato ad una particolare categoria soggettiva (i mercanti) e alla tutela dei relativi interessi. Sebbene le regole fossero create dall'uso del commercio, con l'aiuto del giurista le stesse venivano raccolte e sistemate in un processo di continuo rinnovamento.

A ben guardare, nella propria originaria configurazione, tale modello di diritto rispondeva alla logica del buon funzionamento dei traffici commerciali e, perciò, era svincolato dalla stringente e limitativa logica del diritto territoriale o nazionale; nondimeno, pur essendosi sviluppato particolarmente durante il Medioevo, esso è sorto in epoca romana, sicché può essere considerato un diritto pre-vestfaliano.

³⁸ A. Perrone, *La nuova vigilanza*, cit., 28. Sul *RegTech 3.0*, v. altresì D. Arner- J. Barberis – R. Buckley, *FinTech and RegTech in a Nutshell, and the Future in a Sandbox*, www.cfainstitute.org, 2017, 14 ss.

³⁹ Per un approfondimento in ordine all'evoluzione storica della *lex mercatoria*, cfr., *ex multis*, B. Cassandro, F. Marrella, *La nuova lex mercatoria. Principi Unidroit ed usi dei contratti del commercio internazionale*, CEDAM, 2013.

Per un approfondimento circa l'attualizzazione della *lex mercatoria*, cfr. A. Gatti, *Istituzioni e anarchia nella rete. i paradigmi tradizionali della sovranità alla prova di internet*, Riv. Diritto dell'Informazione e dell'Informatica, 2019, 711 ss.

Ebbene, sotto alcuni profili, le caratteristiche proprie dell'originario contesto storico ed economico in cui la *lex mercatoria* è stata significativamente utilizzata, sembrerebbero enfatizzate nell'era dell'economia globalizzata e della digitalizzazione dei mercati attuali.

Mutatis mutandis, il contesto al quale si riferisce il fenomeno criptovalutario si distingue, da un lato, per una più accentuata delocalizzazione rispetto a quella tipica del mercato medioevale; dall'altro lato, per le peculiari esigenze di tutela e di regolamentazione⁴⁰.

Pertanto, il modello in parola, opportunamente rinnovato nelle categorie di riferimento, sembra forse prestarsi come fonte di ispirazione per la disciplina della circolazione delle valute virtuali, in maniera più pregnante rispetto a modelli concepiti *ex novo*. Ciò, tenuto conto che, da una parte, il mercato nel quale i *cryptoassets* si muovono riscontra intollerabili limitazioni operative nel principio di sovranità nazionale e che, dall'altra parte, un modello così flessibile potrebbe arginare il fenomeno della obsolescenza delle leggi nazionali. Queste ultime, infatti, non sono sempre in grado di soddisfare le esigenze del mercato; con riferimento all'indagine in corso, si pensi alla disintermediazione, alla costante innovazione tecnologica, oppure ancora alle esigenze di semplicità e chiarezza dovute alla frammentazione legislativa.

Le caratteristiche strutturali della *lex mercatoria*, di converso, consentirebbero di superare le discontinuità giuridiche proprie dei singoli Stati, per regolamentare più efficacemente i segmenti dei mercati finanziari che veicolano strumenti a-territoriali, come le valute virtuali.

Tale modello, infatti, può essere considerato un sistema normativo a produzione spontanea, che si applica ai contratti tra privati, purché questi riguardino rapporti contrattuali che non ricadono interamente nella sfera normativa di uno Stato determinato⁴¹. Di tal che, sotto la vigenza di una disciplina ispirata alla *lex mercatoria* potrebbero ridursi tanto i particolarismi giuridici delle codificazioni quanto le differenze tra *civil law* e *common law*.

Di contro, l'adozione di tale modello pare scontare almeno due criticità. Da una parte, il contenuto della *lex mercatoria* presenta un carattere prevalentemente consuetudinario, sicché i sistemi di diritto fondati sul positivismo giuridico non ne riconoscerebbero automaticamente il valore cogente⁴²; dall'altra parte, l'applicazione della *lex mercatoria* presupporrebbe il consolidamento di categorie giuridiche uniformi, come la nozione di valore mobiliare o di criptoattività che, per tutte le ragioni descritte, non sono

⁴⁰ Per un approfondimento in ordine alla "rinascita" della *lex mercatoria* nel diritto moderno dei traffici transnazionali, cfr. G. Teubner, *Breaking Frames: Economic Globalisation and the Emergence of lex mercatoria*, in *European Journal of Social Theory*, 2002, 199 ss.

⁴¹ F. Bortolotti, *Diritto dei contratti internazionali*, CEDAM, Padova, 2009, p. 3, definisce la *lex mercatoria* "come un sistema giuridico sovranazionale, distinto ed autonomo dai diritti statuali, applicabile direttamente ai contratti del commercio internazionale in luogo delle disposizioni dei diritti nazionali".

⁴² In arg. F. Galgano, *Globalizzazione dell'economia e universalità del diritto*, Riv. Politica del diritto, 209, 177 ss.

assolutamente condivise.

Siffatte categorie sono regolamentate in maniera stringente dal legislatore, in quanto appartenenti ad un settore oggetto di riserva legale; pertanto, esse si prestano con difficoltà alla possibilità di essere disciplinate direttamente dalla prassi del mercato.

Ciononostante, potrebbe rimettersi alla negozialità la scelta della fonte di diritto applicabile al contratto avente ad oggetto valute virtuali e la loro definizione; di tal che, almeno relativamente ai profili che non sono oggetto di specifica disposizione normativa, la mediazione “politica” potrebbe essere sostituita dalla mediazione “culturale” dei giuristi che interpretano le consuetudini del mercato.

6. Conclusioni

Alla luce di quanto si è detto, sembra potersi affermare che i profili tecnologici e giuridici delle valute virtuali, così come rilevati, concorrano a configurare un “diritto del sistema finanziario” sempre più decentralizzato, a regolamentare il quale le norme preesistenti non si rivelano sempre idonee.

Il quadro normativo è probabilmente in divenire, sicché potrebbe addirittura suggerire di ripensare alcuni principi ora vigenti, come quello della sovranità monetaria e, appunto, del diritto nazionale. Non a caso, infatti, la dottrina ha riconosciuto l’insistenza di “non luoghi del diritto” e ha individuato nel globalismo giuridico le risposte normative più adeguate alla pervasività dell’innovazione tecnologica⁴³.

Di qui, alcune conclusioni.

I recenti interventi normativi europei che sono stati menzionati nel corso dell’indagine, sebbene apprezzabili, risultano parziali rispetto alle sfide che la globalizzazione dei mercati finanziari pongono⁴⁴; peraltro, essi potrebbero determinare nuovi problemi di armonizzazione rispetto agli approcci internazionali e a quelli dei Paesi extraeuropei.

La portata del progetto MiCA appare, in primo luogo, ancora di incerta applicazione, in quanto non definisce chiaramente i *token* di utilizzo che vi sono assoggettati e quelli che, invece, sono sottoposti al diritto dei valori mobiliari dell’UE. In secondo luogo, pare ancora assente un reale approccio sistematico di tale proposta di regolamento al complessivo diritto

⁴³ F. Vella – G. Giordano, *De-localizzazione e a-territorialità*, in M. Cian – C. Sandei, (cur.) *Diritto del FinTech*, cit., 39 ss.

⁴⁴ In tal senso, il citato Regolamento MiCA costituisce un importante passo avanti nello sviluppo del settore tecno-finanziario all’interno del mercato unico europeo. Tale iniziativa, infatti, consiste in uno sforzo rivolto, da una parte, a “*boost Europe’s competitiveness and innovation in the financial sector, paving the way for Europe to become a global standard-setter*” e, dall’altra parte, “*aims to boost responsible innovation in the EU’s financial sector, especially for highly innovative digital startups, while mitigating any potential risks related to investor protection, money laundering and cyber-crime*”. Cfr. la Comunicazione della Commissione europea “*Communication on Digital Finance Package*”, cit.

europeo, tenuto conto che manca una sufficiente armonizzazione tra alcuni concetti delineati nel progetto ed altri che sono già propri della disciplina unionale. In ultimo, non è stato previsto un apposito sistema di vigilanza integrato o coordinato in ordine alla circolazione di *stablecoin* che siano veramente globali⁴⁵.

Va da sé che l'efficacia dell'approccio normativo proposto dal MiCA, nel mercato unico europeo, dipenda dalla soluzione di tali difficoltà e che ciò presupporrebbe, a propria volta, l'esistenza di definizioni chiare ed univoche degli strumenti innovativi da parte della legislazione sovranazionale, armonizzate con le norme dei vari Stati membri. Ebbene, anche sotto questo profilo, non sembra che l'obiettivo prefigurato sia stato ancora raggiunto.

Mutatis mutandis, una opportuna costruzione del *RegTech* potrebbe forse costituire un efficace modello disciplinare, in via del tutto prospettica, dedicato alla tecno-finanza, comprendendo anche concetti come il controllo degli algoritmi e la sovranità sui dati, prima totalmente sconosciuti.

In altre parole, la finanza basata sul *FinTech* potrebbe essere concepita, in futuro, come un settore indipendente da quella tradizionale, in ragione delle caratteristiche strutturali proprie del mercato di riferimento e, perciò, essere autonomamente regolamentato.

A ben vedere, se il quadro normativo fosse ripensato in tale direzione, il *RegTech* potrebbe diventare l'espressione di un approccio normativo totalmente nuovo ed essere, perciò, definito modello *post-vestfaliano* puro. Ci si riferisce, cioè, ad un modello che possa replicare al disordine creato dalla crisi di quello di Vestfalia, offrendo un'opzione disciplinare davvero universale con riferimento a questo settore e agli strumenti che circolano al suo interno.

Per contro, siffatta soluzione sconterebbe, tra le altre, la difficoltà di regolamentare uniformemente l'attività degli operatori che offrono tanto strumenti di finanza ordinaria, quanto strumenti di tecno-finanza, ponendosi per questa via un problema di *level playing field*. Di tal che, l'indagine si pone ancora ad uno stadio embrionale e meramente esplorativo.

A fronte della costruzione di un sistema normativo di neoformazione come il *RegTech*, che, al presente, recherebbe tutte le criticità proprie dei

⁴⁵ Al fine di individuare i limiti cui una tale regolamentazione va incontro, si consideri che l'ESMA aveva già rilevato la mancanza di chiarezza della definizione "valori mobiliari", come archetipo degli strumenti finanziari di cui all'Allegato I, sez. C della MiFID II: in primo luogo, infatti, la negoziabilità (come parte della trasferibilità dello strumento) si presta a plurime interpretazioni; in secondo luogo, definire ciò che risulta "simile" a obbligazioni o azioni societarie, può variare a seconda della definizione di questi ultimi propria della disciplina societaria di ciascuno Stato membro. Analogamente, si consideri che i "derivati" di cui all'art. 2 n. 30 della MiFIR, - definiti quali strumenti finanziari di cui all'art. 4 par. 1 punto 44 lett. C della MiFID II - sono sottoposti alla disciplina dettata dalla MiFID se hanno "natura finanziaria"; tale caratteristica dipende dalla loro negoziazione su mercati regolamentati, ma non viene ulteriormente specificato alcunchè.

micro-sistemi di diritto⁴⁶ ed affronterebbe inevitabilmente la difficoltà di inseguire il progresso, potrebbe apparire più opportuno optare per una regolamentazione essenziale e di settore, che sia già nota.

In tal senso, potrebbe essere valutato il ricorso ad una rinnovata *lex mercatoria* che, pur richiedendo un necessario adattamento delle proprie espressioni, al fine di adeguarsi al moderno contesto di riferimento, potrebbe restare inalterata nello spirito che ne informa la struttura. La regolamentazione per principi di cui essa si rende portavoce, infatti, potrebbe costituire lo scheletro per la costruzione di una disciplina di settore veramente flessibile, in grado di intervenire prontamente, anche in via temporanea, sugli aspetti più innovativi, che non hanno trovato ancora compiuta regolamentazione, sul piano transnazionale.

Ciononostante, lo stato di incertezza in merito allo sviluppo e al ricorso alle tecnologie emergenti, alla loro complessità e all'alto grado di interazione tra i diversi settori disciplinari coinvolti è ancora profondamente avvertito. Orienta in tal senso la circostanza che i regolatori troppo spesso appaiono vincolati a preconcetti che poco si adattano alle mutevolezze tipiche dei fenomeni del *FinTech*, proponendo riflessioni coerenti con visioni forse troppo tradizionali e poco innovative.

Di tal che, in capo agli *stakeholders* del mondo globale (governi, aziende, università, scienziati) è ancora posta la responsabilità di collaborare al fine di comprendere meglio le dinamiche emergenti e governarne le conseguenze. Non sarebbe possibile progettare un futuro disciplinare che rifletta obiettivi e valori comuni, infatti, senza sviluppare previamente una visione condivisa del cambiamento in atto, che consenta di superare gli ostacoli culturali, politici e normativi dettati dal diritto nazionale.

Claudia Marasco
Dipartimento di Studi Economici e Giuridici
Università degli Studi di Napoli, Parthenope
Claudia.marasco001@studenti.uniparthenope.it

⁴⁶ Per una rassegna dei rischi del RegTech, cfr., *ex multis*, A. Perrone, *La nuova vigilanza. RegTech e capitale umano*, in M. Cian, C. Sandei, (cur.) *Diritto del FinTech*, cit., pag. 34 s.