Archivio giuridico *online* (issn 2282 2828), vol. IV, n. 1 2025, pp. 435-468

Vincenzo Vietri

VERSO UNA REGOLAMENTAZIONE FEDERALE DELLE CRIPTOVALUTE NEGLI STATI UNITI D'AMERICA?*

Sommario: 1. Introduzione. La natura giuridica delle criptovalute. – 2. La posizione della SEC: le criptovalute come *securities*. Il test di *Howey*. – 3. (*segue*): Le azioni intraprese dalla SEC. Un caso di *regulation by enforcement*. – 4. L'orientamento della CFTC: le criptovalute come *commodities*. – 5. Recenti novità: un primo passo verso una regolamentazione federale? – 6. Conclusioni e prospettive future.

1. *Introduzione. La natura giuridica delle criptovalute*

Nell'ultimo decennio il mercato dei beni digitali è stato interessato da una rapida crescita a livello globale, oltrepassando a fine novembre 2021 i tre trilioni di dollari di valore di mercato (*market cap*), con un balzo significativo rispetto ai quattordici miliardi di dollari di appena cinque anni prima[1]. Come ben noto, tra gli *assets* digitali sono ricomprese, *in primis*, le criptovalute, il cui uso è sempre più diffuso soprattutto nel continente nord-americano. Ne è testimonianza il fatto che circa il sedici per cento della popolazione statunitense di età adulta, ossia ben oltre quaranta milioni di persone, ha finora investito in, scambiato o in qualche misura utilizzato, criptovalute[2].

* Contributo sottoposto a valutazione.

[1] J. Ossinger, *The World's Cryptocurrency Is Now Worth More Than $3 Trillion*, in *Time*, 8 novembre 2021.

[2] The White House, *Fact Sheet: President Biden to Sign Executive Order on Ensuring Responsible Development of Digital Assets,* 9 marzo 2022, consultabile al *link www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/03/09/fact-sheet-president-biden-to-sign-executive-order-on-ensuring-responsible-innovation-in-digital-assets/*. Si osserva, tuttavia, che la diffusione delle criptovalute nel continente nord-americano ha subito una battu-

doi 10.53148/AGO20250110

Preme, tuttavia, segnalare che ancora oggi il fenomeno delle *cryptocurrencies* opera negli Stati Uniti d'America al di fuori di una cornice regolamentare e di supervisione *ad hoc*, in assenza di un coordinamento unico a livello federale. Ciò sorprende poiché, come si avrà modo di illustrare nel prosieguo, si condivide l'idea che la diffusione del settore digitale crei un'opportunità per il Paese per rafforzare la competitività in ambito tecnologico nonché la *leadership* globale nel sistema finanziario. È di fondamentale importanza che la regolamentazione quadro avvenga a livello nazionale per dar modo ai vari stati di legiferare all'interno di un perimetro chiaro e preciso tracciato a livello centrale.

Considerata la rilevanza che oggi sta ricomprendo il settore delle cripto-attività negli Stati Uniti è dirimente l'intervento statale per evitare una frammentazione legislativa tra i vari governi statali e dare luogo a fenomeni di reciclaggio di denaro e di abusi.

Si rileva che diverse autorità americane incaricate del controllo dei mercati[3] – tra le quali la *Securities and Exchange Commission* (SEC), quale agenzia federale preposta alla vigilanza della borsa valori, e la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), a cui è attribuito il compito di supervisionare il mercato dei derivati – abbiano da tempo preso atto dei rischi di natura sistemica sottesi all'innovazione tecnolo-

---

ta d'arresto durante il secondo semestre dell'anno 2022, a causa dell'aumento dei tassi di interesse e del fenomeno di forte inflazione.

[3] Preme precisare che ulteriori agenzie governative risultano ad oggi impegnate nell'attività di supervisione delle criptovalute. Si pensi alla lotta contro il riciclaggio del denaro e la finanza illecita intrapresa dal Dipartimento del Tesoro, alle indagini di natura penale su varie tipologie di crimini portate avanti dal Dipartimento di Giustizia (DOJ), ovvero alle denunce di pratiche sleali, ingannevoli o abusive per i consumatori sulle quali indagano il *Consumer Financial Protection Bureau* e la *Federal Trade Commission*. È bene, inoltre, ricordare l'attività di controllo prudenziale sulle *stablecoins*, ossia determinate valute digitali che risultano essere ancorate al valore di un bene stabile come il dollaro o l'oro, portata avanti dall'*Office of the Comptroller of the Currency*, quale agenzia federale preposta alla supervisione delle banche nazionali. Cfr. *www.occ.treas.gov/publications-and-resources/publications/cybersecurity-and-financial-system-resilience/files/2023-cybersecurity-report.html*.

gica in questione[4]. Ciò nonostante, le azioni che sono state intraprese finora da ciascuna agenzia governativa non risultano alquanto coerenti[5]. È chiaro poi come dette autorità federali si stiano muovendo nella direzione di espandere la propria giurisdizione sull'industria degli *asset* digitali, seppure nessuna delle stesse abbia fino a questo momento rivendicato una piena giurisdizione.

Alla base di tali conflittualità si riscontra, difatti, la mancanza di una visione condivisa sulla natura giuridica delle criptovalute, non essendoci un'unità di pareri se quest'ultime debbano ritenersi 'titoli finanziari' ovvero 'merci'. È da tale considerazione che il presente contributo prende le mosse, con l'intento di approfondire le conseguenze di una diversa qualificazione giuridica adottata dalle autorità di settore, nonché i vari tentativi sinora effettuati per applicare al fenomeno in esame discipline previste per altri ambiti settoriali.

L'obiettivo è altresì quello di evidenziare la necessità – oltre che l'opportunità – di una regolamentazione federale *ad hoc*, allo scopo di ricondurre il settore delle criptovalute all'interno di un quadro normativo e di supervisione certo e di facile comprensione per gli operatori di mercato.

Appare, inoltre, dirimente delineare brevemente i caratteri della compravendita internazionale dei beni enucleati all'interno della Convenzione di Vienna del 1980 (*United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods* – CISG). Le disposizioni contenute all'interno della Convenzione devono essere interpretate conferendo ad esse un significato slegato da quello desumibile in ogni ordinamento giuridico nazionale[6]. Ci si chiede oggi se le criptovalute, dal momento che

---

[4] Si pensi, ad esempio, a come il fenomeno delle criptovalute possa contribuire alla diffusione dello *shadow banking*, in assenza di un quadro normativo-regolamentare ben definito. In questi termini, V. Lemma, *Banking e shadow banking al tempo del Covid-19: riflessioni nella prospettiva del Market in Crypto-Assets (MICA)*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 851 ss.

[5] In questi termini, K.N. Johnson, *Decentralized Finance: Regulating Cryptocurrency Exchanges*, in *Wm. & Mary L. Rev.*, 2021, p. 1950.

[6] Cfr. L.M. Franciosi, *Le criptovalute nel contesto della compravendita internazionale di beni immobili: una prospettiva comparatistica*, in *Archivio Giuridico Filippo Serafini*, 2023, p. 212 ss.

sono utilizzate quale 'bene' di scambio, possano rilevare ai fini della disciplina prevista dalla CISG[7]. La questione appare di non agevole interpretazione poiché se si tiene conto del tenore dell'art. 2, lett. d, della Convenzione *de qua* verrebbe esclusa dalla vendita internazionale la specifica vendita di 'valuta'[8].

In dottrina vi è chi sostiene invece che sarebbero da ricomprendere nell'alveo di applicazione della CISG i casi di compravendita di moneta non avente più corso legale in alcuno Stato, oggetto di acquisto in ragione del suo valore storico o artistico[9]. Aderendo a questo ragionamento e considerando che, ad oggi, le criptovalute non possono essere intese quali valute aventi corso legale in un determinato Stato, si potrebbe dunque timidamente considerare che esse non rientrino nell'esclusione di cui all'art. 2, lett. d, CISG.

La questione rimane ad oggi ancora dibattuta in dottrina ed è interessante attendere i prossimi sviluppi in materia che vi saranno, in particolar modo negli Stati Uniti d'America dove il fenomeno in esame è in ascesa sia nel mercato che nelle Corti di giustizia.

È opportuno dar conto anche delle indicazioni provenienti dalla dottrina di *civil law* che ha analizzato il fenomeno della qualificazione giuridica dei beni in un'ottica comparatistica. Detta qualificazione dei beni è un concetto fondamentale nel diritto anglosassone, e vari autori hanno contribuito a delineare e analizzare le categorie dei beni proprio in questo sistema giuridico.

---

[7] Si veda l'art. 53 ove viene disposto che «il compratore ha l'obbligo di pagare il prezzo dei beni e di prenderli in consegna», da leggere in combinato disposto con gli artt. 30 e 35 che rispettivamente affermano che «ll venditore ha l'obbligo di consegnare i beni, trasferirne la proprietà e rilasciare tutti i documenti relativi ad essi» e che «in particolare, i beni consegnati dal venditore devono essere della quantità, qualità e tipo concordati nel contratto». Cfr. art. 53, CISG.

[8] In dottrina si è sostenuto che si tratterebbe, più nello specifico, di valuta avente corso legale «in uno Stato qualsiasi». Cfr. F. Ferrari, *Fondamenti della vendita internazionale,* Padova, 1988, p. 74 ss.

[9] Cfr. L.M. Franciosi, *Le criptovalute nel contesto della compravendita internazionale di beni immobili: una prospettiva comparatistica*, in *Archivio Giuridico Filippo Serafini*, cit.

Inoltre, le regole di trasferimento della proprietà sono dettagliatamente legate al tipo di bene e ai diritti che il proprietario può esercitare. Più nello specifico, auterovole dottrina ha analizzato le categorie di beni in relazione ai sistemi di *civil law* e *common law*. In particolare, ha posto l'accento sulla differenza tra i beni mobili e immobili, che sono anche riconosciuti nel *common law*, e ha esaminato come i beni siano soggetti a diverse regole di possesso e proprietà. In particolare, in *common law*, i beni mobili (*chattels*) sono quelli che possono essere trasportati e trasferiti facilmente, mentre i beni immobili (*real property*) comprendono terreni e qualsiasi cosa ad essi ancorata permanentemente.

Ci si è concentrati sulla distinzione tra proprietà di beni fisici e l'importanza del titolo di proprietà per determinarne la titolarità[10]. Inoltre vi è chi ha esaminato primariamente come la qualificazione dei beni nei sistemi giuridici di *common law* si differenzi dalle tradizioni del *civil law*.

Nel *common law*, la distinzione fondamentale tra beni mobili e beni immobili è di primaria importanza, poiché le regole di trasferimento di proprietà, successione e diritti reali variano significativamente tra questi due tipi di beni. Ancora, in dottrina si è rilevato che la classificazione dei beni negli ordinamenti di *common law* non si limita alla loro natura fisica, ma tiene conto anche dei diritti che una persona può esercitare su tali beni.

Pertanto, si può parlare di beni in termini di diritto di proprietà, possesso, uso e altri diritti accessori, come il diritto di servitù, che possono essere legati a beni immobili. Il termine *property* in *common law* comprende una categoria più ampia di quella tradizionalmente intesa nei sistemi giuridici di c*ivil law*. La *property*, piuttosto che un potere di godimento e disposizione piena di un bene, viene ricondotta ad una titolarità di diritti di natura patrimoniale, connessi ai beni immobili, mobili e immateriali, comprensiva non solo delle situazio-

[10] Cfr. A. Gambaro, R. Sacco, *Sistemi giuridici comparaio*, Torino, 2018; R. Sacco, *Traduzione giuridica*, in *Digesto delle discipline privatistiche – Sez. civ.*, Aggiornamento, I, Torino, 2000, p. 725 ss.

ni giuridiche soggettive riconducibili a diritti reali assoluti o relativi, ma anche di quelle che consentono una soddisfazione personale.

Pretese queste ultime che, nei sistemi di *civil law*, sono estranee alla sfera della proprietà e ricondotte al credito[11].

In Inghilterra si osserva che il dibattito sulla proposta di riforma della classificazione dei beni mobili, ove potrebbero essere ricondotte le criptovalute, è stato un tema di grande interesse da molti anni. Questo tema è stato oggetto di riflessioni giuridiche, in ambito sia accademico sia pratico, in relazione a come i beni siano classificati e come i diritti sui beni mobili debbano essere regolati in un sistema che si è evoluto e continua a svilupparsi nel corso del tempo. Tra il XIX e XX secolo, il diritto inglese ha affrontato la necessità di modernizzare e semplificare proprio la distinzione tra beni mobili e immobili. Tema quest'ultimo diventato cruciale in diverse proposte di riforma, in particolare nel contesto delle leggi sui beni mobili e delle problematiche relative alla proprietà e al trasferimento di beni mobili.

In primis, si è discusso circa la necessità di ridurre 'la rigidità' della tradizionale distinzione tra beni mobili e immobili. Nei Paesi di *common law*, in passato, la categoria di beni mobili includeva qualsiasi cosa che non fosse un bene immobile, ma nel tempo si è osservato che la definizione di beni mobili era inadeguata a rappresentare la varietà di beni oggetto di transazioni e trasferimenti nel contesto moderno. Le proposte

[11] Cfr. A. Moscarini, *Proprietà privata e tradizioni costituzionali comuni*, Milano, 2006, p. 227; vedi anche A. Candian, A. Gambaro, B. Pozzo, *Property – Propriètè – Eigentum. Corso di diritto privato comparato*, Padova, 1992. Antonio Gambaro, ha affrontato la tematica dei beni giuridici rilevanti negli ordinamenti di *common law*, con particolare attenzione alla distinzione tra beni mobili e immobili e ai relativi tipi di diritti reali che sorgono da tali beni. Gambaro conviene sul fatto che la concezione di *property* nel *common law* è estremamente legata ai diritti che il titolare di un bene può esercitare. Cfr. A. Gambaro, *I beni*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012; sempre in materia di beni si veda A. Gambaro, *Note in tema di beni comune*, in *Aedon. Rivista di arti e diritto* online, 2013, 1; Id., *Proprietà in diritto comparato*, in *Digesto disc. priv.,* XV, Torino, 1997, p. 501 ss.

di riforma pertanto si sono concentrate maggiormente su tre aspetti, *in primis* nell'uniformità delle definizioni.

Vi era una crescente richiesta di creare una classificazione più chiara e uniforme dei beni, al fine di ridurre l'incertezza legale e migliorare il sistema di registrazione e trasferimento della proprietà. Successivamente ci si è concentrati sul trattamento dei beni intangibili. Con l'evoluzione della società e dell'economia, la sempre più rilevante importanza dei beni intangibili (ci si riferisce a titolo esemplificativo ai diritti di proprietà intellettuale, ai titoli finanziari, ai crediti o ai contratti) ha posto degli interrogativi su come classificarli in un sistema che tradizionalmente si basava su beni fisici. Si è tentato dunque di ricomprendere forme di beni non tangibili alle regole poste ai beni mobili, senza necessità di creare nuove categorie giuridiche.

Infine, un aspetto caratterizzante lo studio delle riforme è stato proprio l'interpretazione da dare ai beni mobili ovvero di attribuirgli maggiore estensione nel contemplare categorie nuove. Questo perché in passato, i beni mobili venivano trattati in modo piuttosto restrittivo, specialmente per quanto riguarda la trasmissione della proprietà. La proposta di riforma intendeva consentire un più agevole trasferimento e conseguente gestione della proprietà dei beni mobili, soprattutto in un contesto commerciale in cui i beni mobili sono oggetto di compravendita, *leasing*, e altre transazioni economiche.

Uno degli aspetti più controversi del dibattito circa una riforma della categorizzazione dei beni mobili riguardava la proposta di includere i beni intangibili (come azioni, obbligazioni e diritti d'autore) nei beni mobili.

Tradizionalmente, il diritto inglese enucleava i beni mobili solo come beni fisici, ma con l'evoluzione dei sistemi finanziari e commerciali, alcuni giuristi hanno più volte sostenuto che fosse necessario estendere la definizione di beni mobili per includere anche questi beni 'non tangibili'. Nel contesto del dibattito sulle riforme, uno degli sviluppi più significativi è stata l'introduzione della *Law of Property Act* 1925, che cercava di semplificare e modernizzare la gestione della proprietà, incluse le regole sui beni mobili e immobili.

La legge mirava a ridurre la complessità delle normative precedenti, ma non ha risolto tutte le difficoltà derivanti dalla distinzione tra beni mobili e beni immateriali. Nel XXI secolo, con la globalizzazione e l'emergere della tecnologia digitale, il dibattito sulla classificazione dei beni mobili continua a essere attuale. Le nuove tecnologie come la *blockchain* e gli *asset* digitali hanno sollevato nuove sfide giuridiche, che necessitano di un aggiornamento delle definizioni tradizionali di beni mobili. La creazione di nuovi strumenti finanziari digitali, delle criptovalute e di altri beni intangibili, hanno posto gli interrogativi sulla loro natura giuridica e sul trattamento legale appropriato[12].

In risposta a queste innovazioni giuridiche ma anche sociali, sono state avanzate proposte di riforma per aggiornare la legislazione esistente. Una proposta significativa è stata la revisione della *Law of Property Act* del 1925, con l'intento di includere esplicitamente i beni intangibili, comprese le criptovalute, nel novero dei beni mobili. Tale modifica avrebbe come fine principale quello di chiarire la loro posizione giuridica, facilitando le transazioni e la protezione dei diritti associati[13].

Il dibattito accademico si concentra dunque su come integrare i beni intangibili nel sistema giuridico esistente. Alcuni studiosi propongono l'adozione di una definizione più ampia di 'bene mobile' che comprenda anche gli *asset* digitali. Altri, invece, suggeriscono la creazione di una nuova categoria giuridica per i beni intangibili, al fine di affrontare le specificità di questi *asset*[14].

L'adozione di una nuova classificazione avrebbe implicazioni significative in vari ambiti, tra cui la contrattualistica nella quale la chiarezza sulla natura giuridica dei beni intan-

---

[12] T. Graham, D. Russel, *A Century of the Law of Property Acts: Lord Birkenhead's Legacy*, in *Trusts & Trustees*, 2024, 4, pp. 161-164.

[13] T. Graham, D. Russel, *A Century of the Law of Property Acts: Lord Birkenhead's Legacy*, cit.

[14] *Ex multis*, P. Ryan, *Trust and Distrust in Digital Economy*, New York, 2019; C. Poncibò, *Blockchain and Comparative Law*, in *Blockchain, Law and Governance*, a cura di B. Cappiello, G. Carullo, Cham, 2020, p. 137 ss.; D.T. Stabile, K.A. Prior, A.M. Hinkes, *Digital Assets and Blockchain Technology. US Law and Regulation*, Chelthenam, 2020.

gibili influenzerebbe la redazione e l'esecuzione dei contratti che li riguardano, nel sistema fiscale poiché una definizione precisa determinerebbe il trattamento fiscale appropriato per le transazioni che coinvolgono criptovalute e altri beni digitali ed infine per la tutela dei diritti grazie ad una classificazione più chiara in cui si garantirebbe una protezione più efficace dei diritti dei possessori di beni intangibili, facilitando la risoluzione di controversie e aumentando la tutela contro le frodi.

La questione rimane complessa e richiede un forte equilibrio tra l'innovazione e la stabilità del diritto[15].

2. *La posizione della SEC: le criptovalute come* securities. *Il test di* Howey

Negli Stati Uniti è tuttora in corso un acceso dibattito riguardante la natura giuridica delle criptovalute[16]. Più preci-

[15] *Ex multis*, T. Graham, D. Russel, *A Century of the Law of Property Acts: Lord Birkenhead's Legacy*, cit.; G. Resta, *Le decisioni algoritmiche e le frontiere dell'uguaglianza*, in *Rapporti patrimoniali e nuove tecnologie*, a cura di L. Calcagno, A. Ciriello, G. Finocchiario, M. Maugeri, Roma, 2024, p. 151 ss.; C. Pernice, *Criptovalute tra legislazione virtuale e diritto vivente*, in *Riv. Ianus – Diritto e finanza*, 2020, p. 43 ss.; L. Picotti, *Nuove tecnologie e beni giuridici della persona*, in *Tutela penale della persona e nuove tecnologie. Quaderni per la riforma del codice penale*, a cura di Id., Padova, 2013, p. 29 ss., p. 38; L. Ricciardi, *L'assimilazione della compravendita di valute a pronti alla categoria degli strumenti finanziari: gli effetti sul trattamento impositivo dei redditi diversi derivanti dalle operazioni sul foreign exchange market*, in *Sfef*, 2012, 6, p. 143 ss.; G. Resta, *Nuovi beni immateriali e numerus clausus dei diritti esclusivi*, in *Diritti esclusivi e nuovi beni immateriali*, a cuar di Id., Milano, 2010, p. 3 ss.; J.R. Repetti, *General Description: United States*, in *Comparative Income Taxation. A structural Analysis*, a cura di H.J. Ault, Deen Haag, 1997, p. 131 ss.; L. Sola, *Tutela dei beni immateriali e reati contro il patrimonio: alcune osservazioni*, in *Ind. pen.*, 1990, 3, p. 782 ss.; J.H. Johnson, *The reform of real property law in England*, in *Columbia Law Review*, 1925, p. 609 ss.

[16] La questione *de qua* non è certamente nuova. Invero, la qualificazione giuridica delle criptovalute continua ad essere discussa anche nell'ordinamento italiano ed europeo; cfr. F. Annunziata, *La disciplina delle Trading Venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla Distributed Ledger Technology*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2018, 3, p. 40 ss.; M. Pellegrini, F. Di Perna, *Cryptocurrency (and Bitcoin), a new challenge for the regulator*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2018. Ritie-

samente, ci si interroga se quest'ultime possano rientrare nella definizione di '*securities*' e, come tali, ricadere nell'ambito di vigilanza della SEC, o piuttosto, come '*commodities*', e dunque essere soggette all'autorità della CFTC[17].

Con il termine '*securities*' si fa riferimento ai titoli di natura finanziaria ai sensi del *Securities Act* del 1933 e del *Securities Exchange Act* del 1934[18], che soddisfino ciascuno dei criteri delineati nel c.d. 'test di *Howey*', elaborato dalla Corte Su-

---

ne necessario ricondurre il fenomeno delle criptovalute e delle altre innovazioni tecnologiche all'interno delle categorie giuridiche tradizionali, P. Carrière, *Le "criptovalute" sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di "strumenti finanziari", "valori mobiliari" e "prodotti finanziari"; tra tradizione e innovazione*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, 2, p. 3 ss. Interessante è la tesi che propone una sorta di qualificazione 'variabile' delle criptovalute, che tenga conto dei casi specifici e delle mutevoli fattispecie concrete; in tal senso, M. Cian, *La criptovaluta – Alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 3, p. 341. Per un'interessante riflessione sugli orientamenti giurisprudenziali in materia, si rinvia a R. Lener, *Tecnologie e attività finanziaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 3, p. 284 ss.; R. Lener, *Cryptocurrencies and crypto-assets in the Italian and EU perspective*, in *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Seriâ 14, Pravo*, 2022, p. 219 ss. In attesa di uno sviluppo normativo, sostiene che le criptovalute siano soggette alle regole di trasparenza vigenti per gli intermediari finanziari, M. Pellegrini, *Trasparency and circulation of cryptocurrencies*, in *Open Review of Management Banking and Finance*, 2021. Si segnala inoltre la definizione che viene data al fenomeno delle criptovalute da parte della *Uniform Law Commission* negli Stati Uniti d'America che parla di 'valuta virtuale' come di «una rappresentazione digitale di valore utilizzata come mezzo di scambio, unità di conto o riserva di valore e non è moneta a corso legale. Questa definizione neutrale dal punto di vista tecnologico comprende quanti più tipi possibili di valuta virtuale». Cfr. *Uniform Regulation of Virtual-Currency Businesses Act*, *www.uniformlaws.org/viewdocument/enactment-kit-45?CommunityKey=e104aaa8-c10f-45a7-a34a-0423c2106778*.

[17] Ricostruiscono il fenomeno delle cpiptovalute in termini di investimenti speculativi con caratteristiche simili ai titoli azionari, B.P. Hanley, *The False Premises and Promises of Bitcoin*, in *Cornell University Library*, 2014; D. Yermack, *Is Bitcoin a real currency? An economic appraisal*, NBER Working Paper No. 19747, in *National Bureau of Economic Research*, 2014; M.T. Williams, *Virtual Currencies – Bitcoin Risk*, paper presentato alla *World Bank Conference*, Washington D.C., ottobre 2014. Per la tesi contraria secondo cui le criptovalute rientrano nella definizione comune di 'merce', tra tutti, M. Prentis, *Regulating Bitcoin As A Commodity*, in *Case Western Reserve Law Review*, 2015, p. 626 ss.

[18] Cfr. rispettivamente *15 U.S.C. 77a et seq.* e *15 U.S.C. § 78a et seq.*

prema nel lontano 1946[19]. Nel noto caso, è stato stabilito che, per essere classificati quali *securities* e, di conseguenza, essere soggetti alle leggi federali in materia, deve trattarsi di (1) investimenti in denaro, (2) effettuati in un'impresa comune, (3) con una ragionevole aspettativa di ricavare un profitto, (4) attraverso gli sforzi di uno o più soggetti terzi[20].

Nel corso degli ultimi anni, la SEC ha richiamato gli elementi del test di *Howey* nel tentativo di ricostruire la natura giuridica di varie forme di beni digitali (tra cui le criptovalute e i *non-fungible tokens* [NFT]), seppure la qualificazione in termini di *securities* dipenda dai fatti e dalle circostanze specifiche del caso. Orbene, l'autorità di vigilanza per il mercato finanziario ha reso disponibili delle linee guida allo scopo di spiegare in che termini il suddetto test possa ritenersi osservato con riferimento alla maggior parte delle piattaforme di *trading* e di prestito aventi ad oggetto *token* di criptovalute[21].

Come si evince dalle linee guida, il criterio dell'investimento in denaro si rinviene nell'ipotesi di raccolta di denaro dal pubblico, attraverso l'offerta e la vendita di un bene digitale in cambio di valore, sotto forma di valuta fiat, di un diverso bene digitale o di altro tipo di corrispettivo.

Con riferimento al secondo elemento del test, l'impresa comune si riscontra nel fatto che le vicende degli acquirenti di beni digitali risultano essere strettamente correlate tra loro

---

[19] *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946). Il test di *Howey* è stato riaffermato in successivi casi giurisprudenziali: si rinvia a *Tcherepnin v. Knight, 389 U.S. 332* (1967); *United Housing Found., Inc. v. Forman, 421 U.S. 837* (1975); *SEC v. Edwards, 540 U.S. 389, 395* (2004).

[20] Si riporta qui di seguito la formulazione del test di *Howey* così come elaborata dalla Corte Suprema degli Stati Uniti nel caso menzionato: «investment of money in a common enterprise with a reasonable expectation of profits to be derived from the efforts of others».

[21] Cfr. U.S. Securities and Exchange Commission, *Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets*, come da ultimo aggiornato il 3 aprile 2019, consultabile al *link www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_edn1*. Tra l'altro, le line guida hanno specificato che esse rappresentano il punto di vista del SEC *Strategic Hub for Innovation and Financial Technology*, e non costituiscono dunque una norma, un regolamento o una dichiarazione ufficiale della Commissione.

(*horizontal commonality*) o con quelle del promotore dei medesimi beni (*vertical commonality*).

Quanto alla ragionevole aspettativa di profitto, gli acquirenti di *asset* digitali confidano nella possibilità di realizzare un guadagno derivante dall'apprezzamento del capitale dell'attività digitale.

Infine, l'elemento più discusso nel test in questione è rappresentato dallo 'sforzo altrui'. Ai fini di questa indagine è rilevante la realtà economica della transazione, ove possa essere provata la convinzione dell'acquirente di realizzare un rendimento attraverso il percepimento di dividendi o mediante altri metodi che non richiedano uno sforzo diretto, come nell'ipotesi di vendita di *token* digitali in un mercato secondario.

È dunque sulla base di una siffatta ricostruzione nelle citate linee guida che gli emittenti di criptovalute sarebbero tenuti all'obbligo di registrazione presso la SEC, nonché al rispetto delle leggi federali in materia di titoli finanziari (*federal securities law*)[22], non diversamente da quanto avviene per i consulenti di investimento e per qualsiasi piattaforma di *trading* di tipo tradizionale.

La qualificazione delle criptovalute quali *securities* non può certamente ritenersi esente da critiche. Invero, è evidente che la SEC abbia mostrato una certa riluttanza nel fornire

[22] In tal senso, si riporta il discorso pronunciato dal Presidente della SEC in occasione di una testimonianza innanzi alla sottocommissione per i servizi finanziari della Camera dei rappresentanti. Si veda G. Gensler, *Testimony Before the Subcommittee on Financial Services and General Government*, *U.S. House Appropriations Committee*, 16 maggio 2021, in *www.sec.gov/news/testimony/gensler-2021-05-26*, secondo cui «The SEC has been consistent in its communication to market participants that those who use initial coin offerings to raise capital or to engage in securities transactions must comply with the federal securities laws. Asset managers that invest in these assets may come under securities laws, too. There are many challenges and gaps for investor protection in these markets. Tokens currently on the market that are securities may be offered, sold, and traded in non-compliance with the federal securities laws. Furthermore, none of the exchanges trading crypto tokens has registered yet as an exchange with the SEC. Altogether, this has led to substantially less investor protection than in our traditional securities markets, and to correspondingly greater opportunities for fraud and manipulation».

un documento ufficiale che illustri in maniera specifica come ciascuno dei quattro requisiti del test di *Howey* possa ritenersi soddisfatto nelle transazioni aventi ad oggetto criptovalute. Va da sé che l'applicazione del citato test, sviluppato in epoca risalente, non tiene conto delle caratteristiche uniche degli *asset* digitali. Infatti, a differenza dei titoli finanziari tradizionali il cui scopo principale è ricondotto tradizionalmente all'investimento, i beni digitali hanno spesso funzionalità od utilità consumistica, oltre ad un valore speculativo[23]. Appare poi poco chiara la misura in cui i detentori di criptovalute possono fare esclusivo affidamento sugli sforzi dei promotori, o la misura in cui tali sforzi sono senza dubbio significativi.

Inoltre, molte caratteristiche del regime normativo esistente per i titoli di natura finanziaria sembrano essere incompatibili con il funzionamento dei mercati degli *asset* digitali, rendendo impossibile da un punto di vista applicativo l'immediata conformità alle regole vigenti, in assenza di una riforma legislativa *ad hoc*. In particolare, le informazioni materiali richieste dalla SEC sono specifiche dei titoli azionari e di debito tradizionali, riguardando l'emittente, la sua gestione e i suoi risultati finanziari. Piuttosto, i requisiti di informativa per le criptovalute dovrebbero essere adattati per identificare le informazioni rilevanti per il processo decisionale dei titolari, come le caratteristiche uniche dell'*asset* digitale, i diritti di *governance* a livello di *token* e le misure di gestione del rischio (come gli *audit* sui protocolli dei contratti intelligenti).

Le criticità evidenziate contribuiscono indubbiamente ad aumentare il clima attuale di incertezza normativa, anche sulla base della considerazione che la qualificazione giuridi-

[23] In Italia, la Banca d'Italia ha dato il proprio apporto alla ricerca di una definizione quanto più possibile condivisa di valuta virtuale, intesa come bene digitale, osservando che «Le c.d. valute virtuali sono 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 valute virtuali non sono moneta legale e non devono essere confuse con la moneta elettronica». Cfr. Banca d'Italia, *Valute virtuali - comunicazione*, 30 gennaio 2015, p. 1.

ca adottata dalla SEC è stata finora contrastata dalla giurisprudenza – anche se indirettamente, trattandosi di una causa non avente ad oggetto una 'vera e propria' criptovaluta.

Al riguardo, preme richiamare una importante decisione adottata nel novembre del 2021 dal distretto federale del Connecticut in una controversia civile che non ha visto, però, la SEC quale parte attrice[24]. Nel caso di specie, una giuria è stata chiamata ad applicare il test di *Howey* ad un bene digitale – si trattava di un *hardware* fisico per il *mining* di criptovalute – allo scopo di confermare la qualificazione giuridica come *security*. Dopo aver istruito la giuria a valutare la presenza dell'assai discusso quarto elemento – lo 'sforzo altrui' – il Tribunale ha concluso che non fosse riscontrabile un titolo finanziario nell'ipotesi di vendita di un *hardware* fisico ad investitori allo scopo di utilizzare la potenza di calcolo per effettuare il *mining* di criptovalute.

Occorre evidenziare che i giudici sono pervenuti a tale conclusione dopo aver posto in luce la circostanza che i compratori dell'*hardware* in questione non fossero a tutti gli effetti degli investitori passivi. Invero è stato rilevato come, successivamente alla vendita, gli stessi avessero continuato ad esercitare un controllo significativo sull'investimento in denaro, attraverso la selezione dei cc.dd. '*pool* di *mining*' di criptovalute, con l'ovvia conseguenza che l'aspettativa di profitto sarebbe derivata anche da sforzi propri (e non esclusivamente da quelli di soggetti terzi).

È dunque interessante osservare come la qualificazione giuridica delle criptovalute adottata dalla SEC sia ancora fortemente discussa, tenendo conto che è ben possibile che numerosi investitori in criptovalute continueranno a mantenere un controllo sostanziale sui propri investimenti. Va da sé che in questi casi diventerà ben difficile soddisfare l'ultimo elemento del test di *Howey*.

---

[24] *Audet v. Fraser, No. 3:16-cv-940, ECF No. 330 at 2 (D. Conn.)*, 2 novembre 2021.

3. (segue)*: Le azioni intraprese dalla SEC. Un caso di* regulation by enforcement

Preme osservare come l'interpretazione sulla natura giuridica delle criptovalute non sia stata relegata su un piano meramente teorico. Invero, muovendo dalla premessa che le *cryptocurrencies* sono dei titoli finanziari a tutti gli effetti, la SEC ha intrapreso una serie di azioni nei confronti degli emittenti[25]. L'attività di *enforcement* dell'autorità di vigilanza risulta ancora più degna di nota per via della circostanza che la stessa è avvenuta in assenza di uno specifico quadro normativo vigente per il settore delle criptovalute[26].

A fronte delle numerose critiche ricevute, l'agenzia federale ha sostenuto di agire in base al suo mandato, ponendo in risalto le ragioni di ordine pubblico – precisamente, la protezione degli investitori dal rischio di potenziale frode e manipolazione del mercato – che impongono di ricondurre le transazioni di scambio delle criptovalute all'interno di un quadro rego-

---

[25] Si rileva che il *team* di *enforcement* della SEC dedito al settore delle criptovalute è stato di recente rafforzato; cfr. U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC Nearly Doubles Size of Enforcement's Crypto Assets and Cyber Unit*, 3 maggio 2022, consultabile al *link www.sec.gov/news/press-release/2022-78?utm_medium=email&utm_source=govdelivery*. Ad ulteriore testimonianza del fatto che l'agenzia federale continua a porre al centro della sua attività di vigilanza il settore delle criptovalute, si ricorda che nel settembre 2022 la SEC ha annunciato di aver istituito un ufficio specializzato per le cripto-attività con la funzione di procedere ad un esame mirato dei documenti societari degli emittenti di criptovalute; cfr. U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC Division of Corporation Finance to Add Industry Offices Focused on Crypto Assets and Industrial Applications and Services*, 9 settembre 2022, consultabile al *link www.sec.gov/news/press-release/2022-158*.

[26] Pone in risalto la posizione rigorosa assunta dalla SEC nei confronti dell'industria delle criptovalute, F. Raffaele, *Initial Coin Offerings e Cripto-Attività: un'analisi comparata tra "Arbitraggio tecnologico" ed eterogenesi dei fini dell'approccio regolatorio italiano*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, 3, p. 528 ss., secondo cui «l'esigenza di assicurare agli investitori un livello elevato di protezione, mediante la disponibilità di un adeguato *set* informativo, viene garantita attraverso l'estensione alle ICO [*initial coin offerings*, ossia le offerte pubbliche di criptovalute] del quadro normativo esistente in tema di strumenti finanziari».

lamentare già esistente[27]. Sulla base di tali considerazioni, la SEC ha sostenuto fermamente come le leggi federali sui titoli finanziari si applichino con la stessa forza in casi di frodi sottese alle più recenti tecnologie.

Occorre in questa sede richiamare la più nota controversia civile in materia insorta presso la Corte distrettuale degli Stati Uniti per il distretto meridionale di New York nel dicembre 2020, allorquando la Commissione ha intentato un'azione legale contro la società *fintech*, denominata *Ripple Labs Inc.*[28]. Il caso di specie riguardava la vendita su una piattaforma digitale di ben oltre un miliardo di dollari sotto forma di criptovaluta, denominata 'XRP'.

L'agenzia federale ha affermato che la società *Ripple* aveva offerto il *token* digitale senza che fosse stato dapprima registrato quale *security* al momento della raccolta pubblica di capitali, sottraendosi così alla supervisione da parte dell'autorità di vigilanza. Più precisamente, la SEC ha ritenuto che, nella fattispecie in esame, il test di *Howey* dovesse ritenersi soddisfatto poiché l'offerta al pubblico della criptovaluta avrebbe rappresentato un investimento di denaro in un'impresa comu-

---

[27] Significativa al riguardo è l'espressione utilizzata dal Presidente della SEC, Gary Gensler, in un discorso pronunciato presso la Commissione bancaria del Senato, il quale avrebbe paragonato l'attuale scenario deregolamentato in cui operano le criptovalute al '*Wild West*'. In tal senso, si veda G. Gensler, *Testimony Before the United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, 14 settembre 2021, consultabile al *link www.sec.gov/news/testimony/gensler-2021-09-14*, ove il Presidente dell'agenzia ha affermato: «Right now, large parts of the field of crypto are sitting astride of - not operating within - regulatory frameworks that protect investors and consumers, guard against illicit activity, and ensure for financial stability. Currently, we just don't have enough investor protection in crypto finance, issuance, trading, or lending. Frankly, at this time, it's more like the Wild West or the old world of "buyer beware" that existed before the securities laws were enacted. This asset class is rife with fraud, scams, and abuse in certain applications».

[28] *SEC v. Ripple Labs Inc. et al., case number 1:20-cv-10832 (U.S. District Court for the Southern District of New York)*, 22 dicembre 2020. Alla data attuale, la controversia rimane ancora pendente presso il giudice federale di New York, sebbene lo scorso 17 settembre 2022 la società *Ripple* abbia presentato una mozione contenente la richiesta di archiviazione.

ne (insieme agli altri compratori di XRP e con la *Ripple*), generando una ragionevole aspettativa di reddito passivo.

Di contro, la società convenuta ha obiettato che la vendita del *token* XRP in questione non potesse di per sé considerarsi un 'contratto di investimento' e che, di conseguenza, l'agenzia federale avrebbe cercato di estendere la propria giurisdizione in materia di criptovalute illegittimamente, in assenza di un'espressa autorizzazione da parte del Congresso, quale organo legislativo.

Il caso non è rimasto isolato[29]. In aggiunta alle controversie legali, la SEC ha proseguito nel tentativo di rivendicare la propria autorità sull'intera industria digitale attraverso l'avvio di azioni, condotte per lo più in modo frammentario e concluse con accordi transattivi e il pagamento di aspre sanzioni.

Nel luglio 2021, la società *Biotics Ltd.* ha risolto in via transattiva le accuse mosse dalla SEC, impegnandosi a pagare una multa per più di centocinquanta mila dollari[30]. Nello specifico, l'agenzia federale ha sostenuto che detta società non avesse effettuato un'adeguata *disclosure* dei corrispettivi pagati dagli emittenti dei *token* digitali pubblicizzati dalla *Biotics* attraverso il sito *web Coinschedule.com*. Anche in questa occasione, la SEC ha ribadito che la mancata divulgazione del compenso percepito dalla *Biotics* avesse comportato una violazione delle norme federali in materia di *securities* – per l'esat-

---

[29] A fine luglio 2022, la SEC ha agito in giudizio nei confronti di un ex manager di *Coinbase*, la più grande piattaforma di *trading* di criptovalute degli Stati Uniti, muovendo un'accusa di *insider trading*. Precisamente, la Commissione ha sostenuto che l'ex manager, Ishan Wahi, avesse fornito impropriamente a familiari ed amici intimi informazioni materiali non pubbliche sui tempi e contenuti di 'annunci di quotazione' di criptovalute (*rectius*, titoli finanziari) annunciati su *Coinbase*. È stato così sostenuto che i destinatari delle informazioni avrebbero fatto uso delle stesse per effettuare negoziazioni in anticipo rispetto agli annunci di quotazione, ricavando un guadagno significativo per oltre un milione di dollari. Cfr. *SEC v. Wahi, et al., case number 2:22-cv-01009 (U.S. District Court for the Western District of Washington, Seattle Division)*, 21 luglio 2022.

[30] *In the Matter of Biotics LTD. f/d/b/a Coinschedule LTD, Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 8A of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order, Sec. Act. Rel. No. 10956, Admin. Proc. File No. 3-20398*, 14 luglio 2021.

tezza, delle cc.dd. disposizioni *anti-touting* ai sensi dell'articolo 17(b) del *Securities Act*[31].

Si è dell'opinione – ancora una volta – che l'agenzia federale abbia perso una nuova occasione per fornire indicazioni sui criteri specifici di applicazione del test di *Howey* negli scambi aventi ad oggetto le criptovalute[32]. Difatti, la decisione ha semplicemente stabilito che i *token* digitali pubblicizzati sul sito di *Coinschedule* rappresentassero contratti di investimento (e, dunque, titoli), senza tuttavia spiegare le ragioni sulla base delle quali potessero essere classificati come tali[33].

Sembrerebbe invece che la SEC abbia adottato un approccio più scientifico – anche se non del tutto soddisfacente – nel primo caso di *enforcement* che ha interessato la tecnologia della finanza decentralizzata (c.d. DeFi), risalente all'agosto

---

[31] L'articolo 17(b) del *Securities Act* rende illegale per qualsiasi persona pubblicizzare un titolo senza rivelare la natura e la sostanza di qualsiasi corrispettivo, presente o futuro, diretto o indiretto, ricevuto da un emittente, da un sottoscrittore o da un *dealer*.

[32] Simili considerazioni sono state condivise da alcuni Commissari della stessa agenzia, Hester Peirce ed Elad Roisman, che hanno espresso alcune perplessità in merito all'approcio – a loro detta, superficiale – intrapreso dalla SEC sulla questione della qualificazione giuridica delle criptovalute: «We nevertheless are disappointed that the Commission's settlement with Coinschedule did not explain which digital assets touted by Coinschedule were securities, an omission which is symptomatic of our reluctance to provide additional guidance about how to determine whether a token is being sold as part of a securities offering or which tokens are securities». Si veda M. Peirce, E.L. Roisman, *In the Matter of Coinschedule (July 14, 2021)*, consultabile al *link www.sec.gov/news/public-statement/peirce-roisman-coinschedule*.

[33] Un simile approccio da parte della Commissione si è riscontrato in un ulteriore caso del mese di agosto 2021, allorquando una piattaforma di *trading*, di nome *Poloniex*, ha accettato di pagare una multa pari a oltre dieci milioni di dollari per aver reso possibile lo scambio *online* di beni digitali, in assenza di previa registrazione presso la SEC. Anche in questa sede, l'agenzia governativa non ha voluto precisare le caratteristiche specifiche dei beni digitali in questione che avessero reso possibile una loro configurazione quali *securities*, limitandosi ad affermare in maniera conclusiva che la società *Poloniex* avesse facilitato il commercio di contratti di investimento. Cfr. *In the Matter of Poloniex LLC, Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 21C of the Securities Exchange Act of 1934, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order, Exchange Act Rel. No. 92607, Admin. Proc. File No. 3-20455*, 9 agosto 2021.

2021[34]. In questa sede, infatti, la Commissione si è per la prima volta soffermata ad articolare maggiormente le ragioni a sostegno del test di *Howey* con riferimento ai beni digitali del caso di specie.

Nella fattispecie, la società *DeFi Money* aveva dato luogo alla vendita di due tipologie di *token* digitali sulla propria piattaforma: i cc.dd. *mTokens*, destinati semplicemente a corrispondere degli interessi ai detentori degli stessi, e i cc.dd. *token* di *governance* DMG, che attribuivano ai propri titolari alcuni diritti di voto, una quota dei profitti in eccesso, e la possibilità di trarre ulteriori ricavi dalla rivendita dei *token* sul mercato secondario.

La SEC ha ritenuto, in primo luogo, che gli *mTokens* fossero dei contratti di investimento in quanto gli acquirenti avrebbero confidato in una ragionevole aspettativa di percepire un profitto futuro, sotto forma di interesse, al momento del riscatto. La Commissione ha poi sostenuto, in maniera simile, come anche i *token* DMG fossero classificabili alla stregua di titoli finanziari poiché i loro titolari avrebbero vantato una ragionevole aspettativa di ottenere un profitto futuro attraverso, tra l'altro, il ricorso al mercato secondario di scambio.

Nell'ordinanza dell'agenzia governativa, è altresì interessante osservare come quest'ultima si sia soffermata anche sull'ultimo elemento del test di *Howey* – ossia lo 'sforzo esclusivo di soggetti terzi' – giungendo alla conclusione che fosse rinvenibile in entrambi i *token*, in assenza di un controllo minimo da parte dei titolari.

È bene precisare che l'attività di *enforcement* della SEC è andata intensificandosi nel corso dell'ultimo anno, con un numero sempre maggiore di azioni intraprese. Solo per citare le principali, si ricorda l'accusa mossa dalla Commissione nel settembre 2021 nei confronti di una piattaforma di prestito di

[34] *In the Matter of Blockchain Credit Partners d/b/a DeFi Money Market et al., Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings, Pursuant to Section 8A of the Securities Act of 1933 and Section 21C of the Securities Exchange Act of 1934, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order, Sec. Act. Rel. No. 10961, Exchange Act Rel. No. 92588, Admin. Proc. File No. 3-20453*, 6 agosto 2021.

criptovaluta, denominata *BitConnect*, e del suo fondatore, per aver dato luogo ad un'offerta fraudolenta di titoli finanziari[35]. A pochi giorni di distanza, poi, l'agenzia federale ha inviato un avviso alla società di criptovalute quotata in borsa, *Coinbase*, intimando che avrebbe intrapreso un'azione legale nel caso in cui detta società avesse dato seguito all'iniziativa di lancio del suo prodotto di prestito '*Lend*'[36].

Alla luce delle considerazioni svolte nei casi richiamati, non si ritiene condivisibile l'approccio repressivo adottato dalla SEC all'interno di una cornice regolamentare in fase di definizione, seppure vada certamente riconosciuto il merito di aver cercato di contrastare possibili attività illecite collegate alla circolazione di criptovalute. Trattasi infatti di un caso di *policy-making* attraverso il ricorso ad azioni esecutive (c.d. *regulation by enforcement*). Invero, è solo nella vigenza di un quadro normativo trasparente che si potrà incoraggiare la *compliance* da parte degli operatori di mercato e la fiducia degli investitori nei settori tecnologici emergenti. È bene ricordare che, in assenza di chiarezza normativa, le iniziative di *enforcement* si traducono in risultati arbitrari, con un valore limitato di precedente guida, nonché di deterrente. In conclusione, tali azioni rimangono pur sempre limitate al caso specifico, contribuendo di fatto ad aumentare il clima di incertezza normativa rispetto agli effettivi limiti dei comportamenti che possono ritenersi legittimi in una determinata giurisdizione.

---

[35] U.S. Securities and Exchange Commission, *Press Release, SEC Charges Global Crypto Lending Platform and Top Executives in $2 Billion Fraud*, 1° settembre 2021, consultabile al *link www.sec.gov/news/press-release/2021-172*.

[36] Cfr. *www.reuters.com/technology/sec-threatens-sue-coinbase-over-crypto-lending-programme-2021-09-08/*. Si intende altresì ricordare in questa sede la transazione conclusa nel febbraio 2022 tra la SEC e la società *BlockFi Lending LLC*, accusata di non aver registrato le offerte e le vendite del suo prodotto di prestito di criptovalute al dettaglio, che avrebbe generato un pagamento di interessi mensile variabile. Per risolvere le accuse, *BlockFi* ha accettato di pagare una sanzione di cinquanta milioni di dollari e di cessare le offerte e le vendite non registrate del suo prodotto di prestito. Cfr. *www.sec.gov/news/press-release/2022-26*.

4. *L'orientamento della CFTC: le criptovalute come* commodities

Come già accennato, anche la CFTC ha avuto modo di pronunciarsi sulla questione relativa alla natura giuridica delle criptovalute, sostenendo che rientrino nell'ampia definizione di 'merce' di cui al *Commodity Exchange Act*[37], potendo essere scambiate in un mercato per una qualità ed un valore uniformi, in maniera simile a quanto avviene per le materie prime, quali l'oro. Da ciò ne discende che la CFTC ha rivendicato la propria giurisdizione nell'ipotesi in cui una valuta virtuale sia utilizzata in un contratto derivato – che include tradizionalmente *swap*, opzioni e *futures* – ovvero qualora sussista un caso di frode o di manipolazione relativo ad un contratto di vendita di valute virtuali scambiate nel commercio interstatale[38].

Preme sottolineare come la CFTC, diversamente dalla SEC, non abbia però richiamato alcun test legale sulla base del quale confermare la suddetta qualificazione giuridica. Invero, sembra che la CFTC impieghi un approccio basato sui principi generali e sul dato letterale del *Commodity Exchange*

[37] Cfr. *7 U.S.C. § 1 et seq.*, che ha introdotto una definizione molto ampia di *commodity* nei termini seguenti: «wheat, cotton, rice, corn, oats, barley, rye, flaxseed, grain sorghums, mill feeds, butter, eggs, Solanum tuberosum (Irish potatoes), wool, wool tops, fats and oils (including lard, tallow, cottonseed oil, peanut oil, soybean oil, and all other fats and oils), cottonseed meal, cottonseed, peanuts, soybeans, soybean meal, livestock, livestock products, and frozen concentrated orange juice, and all other goods and articles, except onions (as provided by section 13-1 of this title) and motion picture box office receipts (or any index, measure, value, or data related to such receipts), and all services, rights, and interests (except motion picture box office receipts, or any index, measure, value or data related to such receipts) in which contracts for future delivery are presently or in the future dealt in».

[38] Cfr. Commodity Futures Trading Commission, *Testimony of CFTC Chairman Timothy Massad before the U.S. Senate Committee on Agriculture, Nutrition & Forestry*, 10 dicembre 2014, consultabile al *link www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opamassad-6*; Ead., *CFTC Backgrounder on Oversight of and Approach to Virtual Currency Futures Markets*, 4 gennaio 2018, consultabile al *link www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/backgrounder_virtualcurrency01.pdf*.

Act[39]. Ciò nonostante, tale agenzia governativa condivide con la SEC lo stesso approccio alla regolamentazione del settore, avendo intrapreso un'intensa attività di *enforcement* allo scopo di contrastare qualsivoglia attività illecita collegata all'uso di criptovalute.

Occorre innanzitutto ricordare la prima azione avviata dalla CFTC già nel 2015 contro una piattaforma di *trading* di opzioni su *Bitcoin* non registrata, operata dalla società *Coinflip, Inc.*[40]. Ha poi fatto seguito un numero crescente di azioni intraprese nel corso degli ultimi anni; tra queste, si intende richiamare nel prosieguo quelle più significative.

Lo scorso 28 settembre 2021, la CFTC ha risolto le accuse contro una delle più grandi e popolari piattaforme di scambio di *asset* digitali negli Stati Uniti, nota con il nome di *Kraken*, comminando una sanzione pecuniaria di 1,25 milioni di dollari[41]. Secondo la ricostruzione dell'agenzia federale, Kraken avrebbe offerto illegalmente transazioni marginali di *as-*

[39] Stabilendo uno *standard* per il commercio di *futures* e materie prime negli Stati Uniti, il *Commodities Exchange Act* ha perseguito diversi e importanti compiti. In primo luogo, la legge ha contribuito a stabilizzare il quadro generale per gli investimenti e gli investitori, ancora incerto dopo il crollo del mercato azionario del 1929. Alcune delle disposizioni contenute negli statuti della legge erano specificamente orientate alla qualificazione dei potenziali investitori e quindi ad evitare alcuni dei fattori che hanno portato alla precedente crisi economico-finanziaria. In secondo luogo, il *Commodities Exchange Act* ha contribuito a regolamentare 'le vie' che potrebbero essere utilizzate per il commercio di materie prime. Assicurando che gli scambi finanziari effettuati avvenissero secondo le linee guida stabilite dal governo federale, è stata notevolmente ridotta la quantità di scambi illegali che si svolgevano in quel momento. Cfr. *www.cftc.gov/LawRegulation/CommodityExchangeAct/index.htm*.

[40] Cfr. Commodity Futures Trading Commission, *CFTC Orders Bitcoin Options Trading Platform Operator and Its CEO to Cease Illegally Offering Bitcoin Options and to Cease Operating a Facility for Trading or Processing of Swaps without Registering*, 17 settembre 2015, consultabile al *link www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/7231-15*.

[41] Cfr. Commodity Futures Trading Commission, *Order, In re Payward Ventures, Inc. d/b/a Kraken, CFTC Docket No. 21-20*, 28 settembre 2021.

set digitali (tra cui *Bitcoin*), su una borsa non ancora registrata presso la CFTC[42].

Nel mese di ottobre 2021, la CFTC ha emesso un ordine contro *iFinex Inc.*, *BFXNA Inc.* e *BFXWW Inc.* per aver offerto al pubblico operazioni di *trading* a pronti e con leva finanziaria su *Bitcoin*, *Ether* e *Tether*, senza essersi dapprima registrata presso la CFTC[43]. L'aspetto più significativo del citato procedimento amministrativo è rappresentato dal fatto che l'agenzia federale ha affermato che la *stablecoin Tether* sia classificabile come una *commodity*, rivendicando la propria giurisdizione su quest'ulteriore tipologia di criptovaluta[44].

Per quanto concerne, invece, le principali controversie legali che hanno visto la CFTC agire quale attore, preme ricordare che nel marzo 2018 la giurisdizione sul settore delle valute virtuali è stata confermata dalla Corte distrettuale degli Stati Uniti per il distretto orientale di New York[45]. In tale sede, la Corte ha convalidato un'ordinanza di ingiunzione preliminare nei confronti della società *CabbageTech Corp.* per la presunta gestione di uno schema di valuta virtuale ingannevole e fraudolento. Nello specifico, il giudice ha riconosciuto *Bitcoin* come 'merce monetaria' ponendo in risalto la considerazione che esso risulti essere un mezzo di scambio accettato

---

[42] Solo per dar conto dell'ampia portata dell'attività di *enforcement* della CFTC, il giorno successivo all'ordine nei confronti di *Kraken*, l'agenzia federale ha presentato un procedimento amministrativo contro altre quattordici piattaforme di *trading* di criptovalute non registrate. Cfr. Commodity Futures Trading Commission, *CFTC Charges 14 Entities for Failing to Register as FCMs or Falsely Claiming to be Registered, CFTC Release No. 8434-21,* 29 settembre 2021, consultabile al *link*: *www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8434-21.*

[43] *In Re iFinex Inc., et al., CFTC Docket No. 22-05*, 15 ottobre 2021.

[44] Sempre lo stesso giorno, la CFTC ha condannato il più grande emittente di *stablecoin*, *Tether Limited*, al pagamento di una multa di ben quarantuno milioni di dollari per aver dichiarato erroneamente al pubblico che *Tether* mantenesse riserve fiat sufficienti a sostenere ogni *stablecoin* in circolazione. Cfr. Commodity Futures Trading Commission, *CFTC Orders Tether and Bitfinex to Pay Fines Totaling $42.5 Million*, 15 ottobre 2021, consultabile al *link www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8450-21.*

[45] *CFTC v. McDonnell e CabbageTech Corp. d/b/a Coin Drop Markets, case number 1:18-cv-00361 (U.S. District Court for the Eastern District of New York)*, 6 marzo 2018.

all'interno della comunità, il cui prezzo è oggetto di fluttuazioni secondo lo stesso modello economico proprio di altre merci.

In maniera simile, nel settembre 2018 un Tribunale distrettuale del *Massachussetts* ha nuovamente confermato la qualificazione delle valute digitali come *commodity* adottata dalla CFTC, anche in assenza di contratti *futures* sulla valuta virtuale in questione[46]. Secondo la Corte, il termine 'merce' sembra comprendere non soltanto una serie di prodotti agricoli specificamente enumerati, ma anche qualsiasi altro bene ed articolo, nonché tutti i diritti e gli interessi in materia di servizi, la cui consegna futura è frutto di negoziazione. La Corte ha, inoltre, rilevato che la definizione ampia del termine *commodity* sia dovuta alla volontà del Congresso di rafforzare la regolamentazione federale nel settore merceologico in modo da assicurare una sorveglianza dei mercati quanto più possibile estesa.

Infine, si intende rievocare l'accordo transattivo concluso nell'agosto 2021 tra una piattaforma di *trading* di derivati su criptovalute di nome *BitMEX*, da un lato, e la CFTC e l'unità anti-riciclaggio *Financial Crimes Enforcement Network* (FinCEN) del Dipartimento del Tesoro, dall'altro, allo scopo di risolvere le accuse di frode mosse innanzi al Tribunale distrettuale degli Stati Uniti per il distretto meridionale di New York[47]. Più precisamente, la transazione per ben oltre cento miliardi di dollari ha avuto ad oggetto l'accusa secondo cui *BitMEX* avrebbe offerto derivati su criptovalute sulla propria piattaforma, senza essersi prima registrata presso la CFTC e ad aver rispettato le leggi contro il riciclaggio di denaro.

Alla luce della casistica che si è avuto modo di illustrare, appare chiaro come la CFTC abbia anch'essa rivendicato la propria giurisdizione sulle criptovalute, con particolare riferimento alle valute digitali in contanti – si pensi al caso di *bit-*

---

[46] *CFTC v. My Big Coin Pay, Inc. et al.*, *case number 1:18-cv-10077 (U.S. District Court of Massachusetts)*, 26 settembre 2018.

[47] Cfr. Commodity Futures Trading Commission, *Federal Court Orders BitMEX to Pay $100 Million for Illegally Operating a Cryptocurrency Trading Platform and Anti-Money Laundering Violations*, *CFTC Release No. 8412-21*, 10 agosto 2021, consultabile al *link www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8412-21*.

coin ed *ethereum* – ma anche alle discusse *stablecoin*. Di contro, sembrerebbe chiaro che la SEC possa invece avanzare la propria giurisdizione soltanto qualora gli operatori del settore emettano *token* digitali che conferiscano ai titolari gli stessi diritti ed obblighi che tradizionalmente spettano agli azionisti.

Ciò nonostante, ancora ad oggi ci si continua a porre l'interrogativo se la SEC e la CFTC abbiano collettivamente un'autorità normativa sufficiente per regolare i mercati delle criptovalute, in assenza di un'espressa autorizzazione attribuita dal Congresso.

5. *Recenti novità: un primo passo verso una regolamentazione federale?*

Nel panorama frammentato fin qui delineato, un importante passo avanti per l'avvio di una strategia federale organica nel settore dei beni digitali è costituito dall'ordine esecutivo firmato dal Presidente Biden lo scorso 9 marzo 2022[48]. La Casa Bianca ha difatti invitato le principali agenzie governative ad un approccio 'globale' in vista di una futura regolamentazione *ad hoc*, allo scopo di porre fine alle numerose azioni esecutive – incoerenti e spesso al di fuori della rispettiva giurisdizione – intraprese per via del persistente vuoto normativo.

Più precisamente, l'ordine esecutivo richiede il coordinamento tra numerosi dipartimenti ed agenzie del ramo federale allo scopo di sviluppare una serie di relazioni e di piani d'azione (entro un termine di 90-180 giorni), frutto di un'analisi dei potenziali benefici e rischi associati agli *asset* digitali. A tal fine, l'amministrazione identifica sei obiettivi politici chiave per la futura regolamentazione del settore: (i) la protezione dei consumatori, degli investitori e delle imprese statunitensi, (ii) la promozione della stabilità finanziaria, (iii) il contrasto alla finanza illecita e la sicurezza nazionale, (iv) la *leader-*

[48] Cfr. The White House, *Executive Order on Ensuring Responsible Development of Digital Assets*, 9 marzo 2022, consultabile al seguente *link www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2022/03/09/executive-order-on-ensuring-responsible-development-of-digital-assets/*.

ship degli Stati Uniti nel sistema finanziario globale e la competitività economica, (v) un'inclusione finanziaria più equa, e (vi) l'innovazione responsabile dal punto di vista ambientale.

Ma vi è di più. L'ordine esecutivo prevede l'avvio dello studio e della sperimentazione su una valuta digitale della banca centrale appoggiata dalla *Federal Reserve* (*Central Bank Digital Currencies* – CBDC), domandando alle agenzie governative guidate dal Dipartimento del Tesoro il compito di effettuare un'analisi di costi e benefici e di valutare l'infrastruttura tecnologica necessaria. Viene altresì demandata la partecipazione degli Stati Uniti nelle discussioni internazionali sui progetti di CBDC al fine di evitare che l'attività degli *asset* digitali si sposti verso altre giurisdizioni[49]. Infine, tra le ulteriori previsioni, viene richiesto al Dipartimento del Tesoro di preparare un rapporto sul futuro della moneta e dei sistemi di pagamento[50].

Sebbene l'ordine esecutivo sia complessivamente positivo per il suo approccio volto a comprendere ed affrontare in modo concertato i rischi sottesi all'uso dei beni digitali, esso non sembra, tuttavia, risolvere l'incertezza normativa per gli operatori del settore dato che il ruolo e la giurisdizione di ciascu-

[49] È così che gli Stati Uniti si unirebbero ad un numero crescente di Paesi – circa sedici – tra cui le Bahamas la cui Banca centrale ha adottato un *Sand Dollar* digitale nell'ottobre 2020, seguita dalla Cina con la creazione dell'*e-yuan*, e la Russia che sta ormai esplorando da tempo la possibilità di introdurre una CBDC che utilizzi *blockchain* come tecnologia di base. In particolare, quest'ultimo Paese avrebbe accelerato gli studi al riguardo negli ultimi mesi, con l'intento di aggirare il blocco dei circuiti internazionali di pagamento che ha colpito i cittadini e le imprese di nazionalità russa. Alla luce di quanto precede, non è dunque da sottovalutare il sostrato politico di una tale decisione della Casa Bianca, poiché la creazione di una CBDC statunitense consentirebbe di preservare il dominio del dollaro, che potrebbe essere messo in discussione a seguito della diffusione delle criptovalute o di CBDC rivali.

[50] A tal riguardo, in data 9 marzo 2022, il Segretario del Dipartimento del Tesoro ha iniziato una collaborazione con il *Financial Stability Oversight Council* (FSOC), l'agenzia federale creata per identificare e mitigare le minacce al sistema finanziario a seguito della crisi finanziaria del 2009, allo scopo di fornire approfondimenti sui rischi per la stabilità finanziaria derivanti dai vari *asset* digitali. Cfr. U.S. Department of Treasury, *Statement by Secretary of the Treasury Janet L. Yellen on President Biden's Executive Order on Digital Assets*, 9 marzo 2022.

na agenzia governativa rimangono ancora oggi poco chiare. In particolare, l'ordine esecutivo non fornisce alla SEC ed alla CFTC alcuna ragione per deviare dall'orientamento attuale, caratterizzato da un'applicazione molto rigorosa delle norme e dalla scarsità – o quantomeno ambiguità – di indicazioni utili per il settore. Si tratta, inoltre, di una dichiarazione di politica generale che riflette il punto di vista dell'amministrazione, piuttosto che di un'effettiva proposta di modifica normativa.

Ciò nonostante, le azioni che il governo federale richiede segnalano una tabella di marcia nel rispetto della quale i principali *stakeholder* potranno dar luogo ad una futura azione normativa sugli *asset* digitali. È altresì evidente come l'ordine esecutivo riconosca la crescente prominenza ed importanza dell'intera industria digitale, invitando alla ricerca di un giusto compromesso tra la promozione dell'innovazione tecnologica 'sostenibile' e, di conseguenza, della competitività del Paese, e la volontà di mitigare i possibili rischi per il sistema finanziario, la sicurezza nazionale e l'ambiente.

Non da ultimo, rileva per questa analisi un ulteriore documento presentato dall'amministrazione Biden lo scorso 16 settembre 2022, con l'intento di riassumere i dati più rilevanti emersi dai rapporti finora presentati dalle agenzie governative dopo aver dato seguito all'ordine esecutivo[51].

Sembra evidente come il *focus* della nuova relazione della Casa Bianca riguardi in particolar modo il blocco delle transazioni fraudolente e del riciclaggio di denaro collegati all'utilizzo di *asset* digitali. Tra le novità più significative, si segnala la

[51] The White House, *Fact Sheet: White House Releases First-Ever Comprehensive Framework for Responsible Development of Digital Assets*, 16 settembre 2022, consultabile al *link www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/09/16/fact-sheet-white-house-releases-first-ever-comprehensive-framework-for-responsible-development-of-digital-assets/*. Occorre anche richiamare la relazione del FSOC del 3 ottobre 2022, ove si esorta il Congresso ad intervenire con una legge sulle criptovalute allo scopo di colmare le lacune dell'attuale quadro normativo e di contenere possibili fenomeni di arbitraggio normativo; cfr. Financial Stability Oversight Council, *Report on Digital Asset Financial Stability Risks and Regulation 2022*, 3 ottobre 2022, consultabile al *link https://home.treasury.gov/system/files/261/FSOC-Digital-Assets-Report-2022.pdf*.

proposta di richiedere al Congresso la modifica della legge sulla segretezza bancaria (il *Bank Secrety Act*)[52], affinché l'obbligo di segnalazione delle transazioni sospette al Dipartimento del Tesoro previsto in capo agli istituti di credito venga esteso agli emittenti di criptovalute e di NFT. Viene inoltre allegata una scheda informativa preposta ad indicare le azioni del governo statunitense: in particolare, il Dipartimento del Tesoro è tenuto a completare una valutazione del rischio dei servizi DeFi e dei *token* non fungibili, rispettivamente, dalla fine di febbraio e da luglio dell'anno 2023[53].

È del 16 gennaio 2025 una proposta di riforma ad opera di un deputato al Congresso degli Stati Uniti per lo Stato del Tennessee. Riguarda perlopiù delle definizioni tecniche e viene precisato che si richiede alle istituzioni finanziarie di conservare i registri delle transazioni che includono informazioni identificate o identificabili come derivate dai registri finanziari di determinati clienti. Sarà interessante osservare nell'*iter* legislativo cosa si intenda per 'determinati clienti', se ci si riferisca ad una profilazione basata sul capitale così come avviene ad esempio per gli investimenti di *private equity* ove gli investitori istituzionali possono investire direttamente solo nel caso in cui soddisfino i requisiti minimi delle soglie di capitale previsto[54].

---

[52] Cfr. *31 USC 5311 et seq.*

[53] Il Dipartimento del Tesoro nel maggio del 2024 ha prodotto un documento dove concludendo il lavoro iniziato un anno prima ha, tra le varie eccezioni, rilevato che «"gli NFT sono altamente suscettibili all'uso in frodi e truffe e sono soggetti a furto. Il rapporto determina che gli attori illeciti possono utilizzare gli NFT per riciclare i proventi di reati presupposto, spesso in combinazione con altri metodi per offuscare la fonte illecita dei proventi del crimine. Ha anche trovato poche prove dell'uso improprio degli NFT da parte di terroristi o proliferatori, a differenza dei truffatori, fino ad oggi". […] "Questa valutazione del rischio dimostra l'impegno del Tesoro nell'analizzare i rischi finanziari illeciti delle nuove tecnologie e nel comunicarli al settore e alle forze dell'ordine", ha affermato il Sottosegretario del Tesoro per il terrorismo e l'intelligence finanziaria Brian E. Nelson. "Incoraggio il settore privato a utilizzare i risultati di questa valutazione per informare le proprie strategie di mitigazione del rischio per impedire agli attori illeciti di abusare di NFT e piattaforme NFT"». Cfr. *Illicit Finance Risk Assessment of Non-Fungible Tokens*, Department of the Treasury, 2024.

[54] «[…] § 5311. Declaration of purpose: It is the purpose of this subchapter to require financial institutions to retain transaction records that include

Infine, è notizia recentissima che il neo Presidente degli Stati Uniti d'America, Donald Trump, ha firmato un ordine esecutivo in cui si esclude la Banca Centrale statunitense (FED) e la sua agenzia che gestisce i fondi del bilancio federale (*Federal Deposit Insurance Corporation*) da un gruppo di lavoro, che è ad oggi in sede di definizione e di successiva approvazione da parte del Senato, sugli *asset* digitali con il compito principale di promuovere la *leadership* degli Stati Uniti nel settore delle criptovalute. L'ordine esecutivo vieta inoltre l'emissione, la circolazione e l'uso di valute digitali create dalle Banche Centrali di altri Paesi nel territorio statunitense, citando timori sul loro potenziale di minaccia alla stabilità del sistema finanziario, alla *privacy* individuale e alla sovranità nazionale degli Stati Uniti.

Questa azione da parte del Presidente americano potrebbe essere definita una vera e propria scommessa nel panorama delle criptovalute e una relativa legittimazione nel mercato contro la creazione di una valuta digitale da parte del governo. Tra i principali obiettivi del gruppo di lavoro si annoverano inoltre l'individuazione delle normative esistenti, la valutazione delle loro criticità e la formulazione di nuove raccomandazioni per regolamentare il settore in modo efficace[55].

Da ultimo, la possibile creazione di una 'riserva nazionale di *asset* digitali' è un altro elemento di grande interesse, in quanto potrebbe rappresentare un'importante innovazione nella gestione delle risorse finanziarie nazionali statunitensi[56].

---

information identified with or identifiable as being derived from the financial records of particular customers». Cfr. H.R. 533: Bank Privacy Reform Act, jan 16, 2025 (*www.govtrack.us/congress/bills/119/hr533/text/ih*). Per una disamina in materia di Private Equity sia consentito rinviare a V. Vietri, *I fondi di private equity*, Napoli, 2024.

[55] Cfr. Executive Order, *Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology*, 23 gennaio 2025 (*www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/01/strengthening-american-leadership-in-digital-financial-technology/*).

[56] All'interno dell'Ordine esecutivo si legge al Paragrafo IV: «providing regulatory clarity and certainty built on technology-neutral regulations, frameworks that account for emerging technologies, transparent decision making, and well-defined jurisdictional regulatory boundaries, all of which are essential to supporting a vibrant and inclusive digital economy and inno-

6. *Conclusioni e prospettive future*

Come si ha avuto modo di illustrare, il quadro normativo di riferimento per le criptovalute, e più in generale per i beni digitali, risulta tuttora frammentato nel continente nord-americano, al pari dell'attività di supervisione sugli operatori del settore. È indubbio che la presenza di questa lacuna normativa impedisca ai partecipanti al mercato di sfruttare le efficienze di vario tipo sottese alla nuova tecnologia, ostacolando altresì la formazione di capitale aggiuntivo che è alla base dello sviluppo economico.

È sulla base delle suddette considerazioni che l'ordine esecutivo presidenziale, è particolarmente degno di nota, dimostrando un sincero sforzo a livello di governo centrale federale nel voler fornire una maggiore certezza del diritto. Inoltre, tale iniziativa mira direttamente a sostenere le numerose opportunità per il Paese che l'industria dei beni digitali è certamente in grado di offrire, pur nella consapevolezza di voler garantire una piena protezione degli investitori ed il contenimento di rischi sistemici per il mercato finanziario.

Si ritiene necessario – oltreché opportuno – che il Congresso, quale organo legislativo, possa intervenire quanto prima al fine di delineare un quadro normativo organico e coordinato, stabilendo l'ambito di competenza di ciascuna autorità federale proprio sulla scorta del recente ordine esecutivo (vedi

---

vation in digital assets, permissionless blockchains, and distributed ledger technologies; […]»; vi è dunque la consapevolezza e la necessità, così come affermato a lungo nel presente lavoro, di fornire chiarezza e certezza normativa basate su normative neutrali dal punto di vista tecnologico, quadri che tengano conto delle tecnologie emergenti, processi decisionali trasparenti e confini normativi giurisdizionali ben definiti. Sulla scorta di quanto detto sin'ora, nella Sezione II si rinviene che «For the purpose of this order, the term "digital asset" refers to any digital representation of value that is recorded on a distributed ledger, including cryptocurrencies, digital tokens, and stablecoin». Anche in questo caso si è voluto fornire dignità normativa alla qualificazione di asset digitali assumendo che ci si riferisce a qualsiasi rappresentazione digitale di valore registrata su un registro distribuito, comprese criptovalute, *token* digitali e *stablecoin*. Cfr. Executive Order, *Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology*, cit.

supra). Si è dell'avviso che, fino a quando non sarà promulgata una legislazione *ad hoc*, la frammentazione normativa e la competizione tra le molteplici agenzie governative continuerà a gettare un'ombra sull'intero mercato degli *asset* digitali. Nell'ambito di questo processo, è indispensabile dare avvio ad una discussione aperta con i diversi *stakeholder*. Difatti, lo sviluppo di soluzioni efficaci ed efficienti richiederà un'ampia comprensione della tecnologia alla base delle pratiche e dei prodotti di mercato in via di sviluppo.

Ma vi è di più. Date le implicazioni dell'utilizzo delle criptovalute a livello transnazionale, è altresì fondamentale che gli Stati Uniti agiscano di pari passo con gli sforzi di altre giurisdizioni[57], dando avvio ad un'attività di collaborazione tra le varie autorità nazionali di regolamentazione[58]. L'obiettivo finale è quello di promuovere delle pratiche di mercato condivise e di garantire condizioni di parità tra le diverse giurisdizioni (*level playing field*), contrastando possibili fenomeni di arbitraggio normativo e di *forum shopping*[59].

Nel dare attuazione a questo ambizioso progetto, risulterà di fondamentale importanza il bilanciamento degli interessi in gioco nella regolamentazione di settore: da un lato, la protezione degli investitori e la stabilità del mercato finanziario, dall'altro, il sostegno all'innovazione tecnologica, che è uno dei tratti distintivi di un'economia vivace e competitiva.

---

[57] Si faccia riferimento, *in primis*, all'Unione Europea, dove è stata adottata nel settembre 2020 la proposta di regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività (MICAR – COM [2020] 593 final).

[58] In tal senso, si sta già muovendo la Cina che ha recentemente intrapreso l'iniziativa di una CBDC 'globale', proponendo un insieme di regole per governare i flussi di informazioni tra le banche centrali ed incoraggiare l'interoperabilità tra le CBDC di diverse giurisdizioni. Cfr. T. Wilson, M. Jones, *China proposes global rules for central bank digital currencies*, in *Reuters*, 25 marzo 2021.

[59] Sostiene la necessità di una regolamentazione armonizzata delle criptovalute in un quadro di cooperazione internazionale, F. Capriglione, *Le cripto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 3, p. 233 ss.; R. Masera, *Nuovi rischi e regolazione delle criptovalute*, in *Bancaria*, 2022, 3, p. 5 ss.; V. Lemma, *FinTech Regulation. Exploring New Challenges of the Capital Markets Union*, Palgrave Macmillan, 2020, p. 373 ss.

L'obiettivo rimane, come sempre, quello di evitare l'introduzione di una regolamentazione eccessivamente onerosa, che possa spingere i nuovi fenomeni di *fintech* verso l'*offshore*, ossia la clandestinità[60].

Oggi, alla luce della disamina occorsa nel presente lavoro e del recente ordine esecutivo firmato nel mese di gennaio 2025[61] da parte del Presidente Trump, si può tentare di dare una risposta affermativa al titolo di questo contributo poichè, come si è avuto modo di analizzare, l'intento principale del governo statunitense è proprio quello di fornire una regolamentazione federale alle criptovalute e agli *asset* digitali al fine di attuare quei processi decisionali necessari e trasparenti congiuntamente a dei confini normativi giurisdizionali ben definiti. Tutti elementi essenziali per supportare un'economia digitale oggi in grande crescita non solo nel continente americano ma in tutto il mondo.

[60] Sostiene la necessità di delineare un quadro regolamentare della tecnologia finanziaria, senza tuttavia l'imposizione di eccessivi vincoli che siano di ostacolo alle filiere di produzione e di valore legate alla creatività (soprattutto tecnologica), F. Capriglione, *Industria Finanziaria, Innovazione Tecnologica, Mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 4, p. 372 ss.

[61] Vedi *supra*.

Abstract

Vincenzo Vietri, Verso una regolamentazione federale delle criptovalute negli Stati Uniti d'America?

Il mercato globale delle criptovalute è cresciuto rapidamente negli ultimi anni. Negli Stati Uniti, le criptovalute operano al di fuori di un quadro normativo e di supervisione centralizzato a livello federale, principalmente a causa di un dibattito in corso sulla natura legale delle attività digitali. Da un lato, la *Securities & Exchange Commission* sostiene che le criptovalute rientrano nella definizione di 'titoli' ai sensi del cosiddetto 'test di *Howey*' e, pertanto, sono soggette alla sua giurisdizione. Dall'altro lato, la *Commodity Futures Trading Commission* afferma che le criptovalute sono piuttosto 'materie prime' che rientrano nel suo ambito di vigilanza. Inoltre, entrambi i regolatori federali hanno intrapreso numerose azioni nei confronti di diversi emittenti di criptovalute negli ultimi anni. In questo articolo, viene in evidenza che fino ad oggi questo atteggiamento potrebbe essere stato causato da una politica poco attenta perseguita attraverso un approccio di regolamentazione tramite applicazione, che ha portato a risultati arbitrari e ha esacerbato l'incertezza normativa per il settore delle criptovalute. L'obiettivo è quello di evidenziare la necessità di una regolamentazione federale *ad hoc* adottata dal Congresso, sulla scorta del recentissimo ordine esecutivo emanato da parte del Presidente degli Stati Uniti, al fine di porre fine ai vari tentativi di applicare le normative esistenti, che tuttavia non erano state concepite per tenere conto delle caratteristiche specifiche delle risorse digitali. In definitiva, viene condiviso che la conformità legale da parte dei partecipanti al mercato e la fiducia degli investitori nelle tecnologie emergenti possono essere incoraggiate solo quando è in atto un quadro normativo chiaro e trasparente.

Parole chiave: criptovalute, Stati Uniti d'America, regolamentazione federale, autorità di vigilanza, natura giuridica dei beni digitali.

Abstract

Vincezo Vietri, Toward Federal Regulation of Cryptocurrencies in the United States of America?

The global cryptocurrency market has grown rapidly in recent years. In the United States, cryptocurrencies operate outside of a centralized regulatory and supervision framework at a federal level, mainly due to an ongoing debate regarding the legal nature of digital assets. On the one hand, the Securities & Exchange Commission claims that cryptocurrencies fall under the definition of 'securities' pursuant to the so-called Howey test and, thus, shall be subject to its jurisdiction. On the other hand, the Commodity Futures Trading Commission states that cryptocurrencies are rather 'commodities' which fall within its supervisory scope. Moreover, both federal regulators have taken numerous enforcement actions against several cryptocurrencies issuers over the past few years. In this paper, we highlight that this attitude to date may have been driven by a careless policy pursued through a regulation-by-enforcement approach, which has led to arbitrary outcomes and exacerbated regulatory uncertainty for the cryptocurrency industry. The goal is to highlight the need for ad hoc federal regulation adopted by Congress, following the very recent executive order issued by the President of the United States, in order to put an end to the various attempts to apply existing regulations, which however were not designed to take into account the specific characteristics of digital assets. Ultimately, it is agreed that legal compliance by market participants and investor confidence in emerging technologies can only be encouraged when a clear and transparent regulatory framework is in place.

Key words: cryptocurrencies, United States of America, federal regulation, supervisory authority, legal nature of digital assets.