UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

LA REGOLAMENTAZIONE EUROPEA DEI PAGAMENTI DIGITALI E DELLE CRIPTO-ATTIVITA': CONVERGENZA NORMATIVA, RISCHI E INNOVAZIONE

EUROPEAN REGULATION OF DIGITAL PAYMENTS AND CRYPTO-ASSETS: REGULATORY CONVERGENCE, RISKS AND INNOVATION

Relatrice: Chiar.ma
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:
Sofia Falappa

Anno Accademico 2025/2026

A mio nonno Fausto e a mio fratello Edoardo

INDICE

Introduzione..... 4

Capitolo 1: L'evoluzione dei sistemi di pagamento nell'era digitale 5
1.1 Dalla moneta tradizionale ai pagamenti digitali 5
1.2 La trasformazione digitale del settore finanziario: *FinTech* e nuovi modelli di pagamento 6
1.3 *Blockchain,* DLT e nuovi strumenti di pagamento 8
1.4 L'esigenza di un'evoluzione della regolamentazione europea 9

Capitolo 2: il nuovo quadro normativo europeo della finanza digitale: regolamentazione, rischi e nuovi equilibri di mercato..... 10
2.1 Dalla PSD2 alla PSD3 e al PSR: concorrenza e tutela degli utenti 10
2.1.1 La PSD2 tra apertura concorrenziale e limiti applicativi 11
2.1.2 Sicurezza, frodi e redistribuzione del rischio..... 12
2.1.3 Dal recepimento nazionale all'armonizzazione mediante regolamento 13
2.1.4 Il riequilibrio concorrenziale tra banche e operatori non bancari 14
2.2 MiCA: perimetro regolamentare, qualificazione delle cripto-attività e disciplina dei rischi 15
2.2.1 Il perimetro MiCA e il confine con la disciplina degli strumenti finanziari 16
2.2.2 ART, EMT e differenziazione regolamentare in funzione del rischio 17
2.2.3 Gli ART tra riserva, capitale e rischio di liquidità.... 18
2.2.4 Gli EMT e l'avvicinamento alla funzione monetaria 18
2.2.5 I CASP e la regolazione dell'intermediazione..... 19
2.3 Architettura della vigilanza e applicazione nazionale: il riparto di competenze tra Banca d'Italia e Consob..... 20
2.3.1 La vigilanza sugli ART: separazione tra rischio prudenziale e tutela dei possessori 21
2.3.2 La specificità della vigilanza sugli EMT 21
2.3.3 La vigilanza sui CASP: autorizzazione, profili prudenziali e condotta 22
2.3.4 *Product intervention*, abusi di mercato e sorveglianza sistemica 22
2.4 Valutazione giuridico-economica del nuovo assetto europeo 23
2.4.1 Armonizzazione e costi compliance..... 23
2.4.2 Neutralità tecnologica e sovrapposizione normativa 24
2.4.3 Verso una regolazione funzione e basata sul rischio 24

Capitolo 3: L'integrazione tra cripto-attività e servizi di pagamento: criticità e prospettive del quadro europeo..... 25
3.1 Gli EMT tra MiCA e disciplina dei pagamenti: dalla qualificazione dello strumento alla qualificazione dell'attività 25
3.2 Doppia autorizzazione e costi di compliance: quando la tutela diventa cumulativa 27
3.3 *Stablecoins* e pagamenti transfrontalieri: efficienza promessa e costi effettivi 28
3.4 Euro digitale e nuovo equilibrio tra moneta pubblica e privata 30
Conclusioni 32
Bibliografia 34
Sitografia..... 35

INTRODUZIONE

Il tema di questa tesi riguarda la progressiva digitalizzazione del settore finanziario, che nel corso del tempo ha trasformato le modalità attraverso cui vengono effettuati i pagamenti e trasferito il valore. Alla diffusione degli strumenti di pagamento elettronici si sono affiancati nuovi operatori, servizi digitali e tecnologie basate sui registri distribuiti, rendendo sempre meno netta la distinzione tra attività finanziarie tradizionali e nuove forme di intermediazione.

Il presente lavoro si propone di analizzare l'evoluzione della regolamentazione europea dei pagamenti digitali e delle cripto-attività, con l'obiettivo di comprendere in che modo il quadro normativo europeo riesca ad affrontare l'esigenza di far convergere e coordinare le norme dei due ambiti: dei pagamenti e delle cripto-attività. La tempestiva e coordinata regolamentazione è presupposto importante per la corretta attuazione dell'innovazione finanziaria e per la tutela degli utenti.

L'analisi si articola in tre capitoli. Il primo ricostruisce l'evoluzione storica dei sistemi di pagamento, considerando lo sviluppo più recente del FinTech, dell'Open Banking, delle tecnologie a registri distribuiti (DLT) e delle cripto-attività. Il secondo esamina il quadro regolamentare europeo, soffermandosi sulla Terza direttiva sui servizi di pagamento (*Payment Services Directive 3,* PSD3) sul Regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività (*Markets in Crypto-Assets Regulation*, MiCa) e sulla vigilanza con il riparto delle competenze tra Banca d'Italia e Consob. Il terzo capitolo approfondisce la relazione tra cripto-attività e servizi di pagamento. L'attenzione si concentra sui Token di Moneta Elettronica (*Electronic Money Token*, EMT), sulla possibile sovrapposizione tra autorizzazioni e requisiti, sull'utilizzo delle *stablecoins* nei pagamenti transfrontalieri e sul progetto dell'euro digitale. L'analisi consente così di valutare il rapporto tra la tutela, la proporzionalità della regolamentazione e i costi derivanti dall'applicazione contemporanea di discipline differenti.

Capitolo 1
L'EVOLUZIONE DEI SISTEMI DI PAGAMENTO NELL'ERA DIGITALE

1.1 Dalla moneta tradizionale ai pagamenti digitali

L'evoluzione dei sistemi di pagamento costituisce uno degli aspetti più significativi della trasformazione digitale del settore finanziario. Il progressivo passaggio dall'utilizzo prevalente del contante a strumenti di pagamento elettronici e digitali rappresenta, infatti, non soltanto un fenomeno tecnologico, ma anche una trasformazione delle modalità attraverso le quali gli individui, le imprese e gli intermediari trasferiscono valore. Tale processo ha determinato nuove esigenze in materia di sicurezza, efficienza, accessibilità, tutela degli utenti e funzionamento delle infrastrutture finanziarie.[1]

La funzione dei sistemi di pagamento è strettamente connessa al funzionamento dell'economia. Essi consentono il trasferimento di fondi tra soggetti diversi e costituiscono una componente essenziale dell'attività economica e finanziaria. La crescente digitalizzazione ha progressivamente modificato tali sistemi, attraverso l'introduzione e la diffusione di strumenti elettronici, servizi di Internet banking, applicazioni mobili, carte di pagamento e, più recentemente, sistemi di pagamento istantaneo.[2]

La progressiva digitalizzazione dei servizi finanziari ha inoltre modificato il rapporto tra utenti e intermediari. Il servizio di pagamento non è più necessariamente collegato alla presenza fisica del cliente presso una filiale bancaria, ma può essere effettuato attraverso dispositivi elettronici e piattaforme digitali. La diffusione degli smartphone e dei POS rappresenta uno degli esempi più evidenti di tale digitalizzazione. Anche l'ingresso di startup caratterizzate da elevate competenze tecnologiche ha favorito lo sviluppo di nuovi servizi finanziari digitali.

Questa trasformazione emerge anche dall'analisi dei comportamenti dei consumatori. La Banca centrale europea, attraverso lo *Study on the Payment Attitudes of Consumers in the Euro Area* (SPACE 2024), ha analizzato le modalità con cui i consumatori dell'area euro effettuano i propri pagamenti. Lo studio si basa su un'ampia rilevazione condotta su circa 50.000 consumatori dell'area dell'euro ed evidenzia la progressiva diffusione degli strumenti di pagamento digitali.[3]

La BCE rileva, in particolare, che il contante continua a svolgere un ruolo significativo nei pagamenti effettuati presso i punti vendita, ma che le carte e gli altri strumenti digitali hanno assunto un peso crescente nelle abitudini dei consumatori. La ricerca mostra inoltre l'importanza crescente delle applicazioni mobili e di altre soluzioni digitali.[4]

Questo elemento assume rilevanza anche sotto il profilo giuridico e istituzionale. L'evoluzione dei sistemi di pagamento non deve infatti essere interpretata come una sostituzione immediata e completa degli strumenti tradizionali, bensì come una progressiva diversificazione delle modalità di trasferimento del valore, nella quale strumenti tradizionali e digitali continuano a coesistere.

La trasformazione digitale ha interessato anche le infrastrutture attraverso le quali vengono eseguite e regolate le operazioni di pagamento. La Banca d'Italia svolge, in tale ambito, funzioni fondamentali con riferimento al sistema dei pagamenti e alle relative infrastrutture,

[1] Banca d'Italia, *Pagamenti*, sito istituzionale
[2] Banca d'Italia, *Pagamenti*, sito istituzionale, cit
[3] Banca centrale europea (2024), *Study on the Payment Attitudes of Consumers in the Euro Area (SPACE)-2024*, Banca centrale europea
[4] Banca centrale europea (2024), *Study on the Payment Attitudes of Consumers in the Euro Area (SPACE)-2024*, cit

sottolineandone la rilevanza per il corretto funzionamento dell'economia e dei mercati finanziari.[5]
Uno degli sviluppi più significativi è rappresentato dalla crescente richiesta di rapidità nell'esecuzione dei pagamenti. La diffusione di servizi digitali accessibili in qualsiasi momento ha modificato le aspettative degli utenti, rendendo velocità, disponibilità e semplicità d'uso elementi sempre più importanti nella scelta dello strumento di pagamento.
In questo contesto assumono particolare rilievo gli *Instant Payments*, ossia i pagamenti che consentono di trasferire fondi in tempi estremamente ridotti. Nell'ambito europeo, un ruolo centrale è svolto dallo schema SEPA *Instant Credit Transfer* (SCT Inst) dell'*European Payments Council*.[6]
La diffusione dei bonifici istantanei è stata ulteriormente rafforzata dal Regolamento (UE) 2024/886, che introduce progressivamente specifici obblighi per i prestatori di servizi di pagamento in materia di invio e ricezione dei bonifici istantanei in euro. Stabilisce inoltre che le commissioni applicate ai bonifici istantanei non possano essere superiori a quelle previste per i corrispondenti bonifici ordinari e introduce il servizio di verifica del beneficiario *Verification of Payee (*VoP), mediante il quale viene verificata la corrispondenza tra l'identificativo del conto e il nome del beneficiario indicato dal pagatore. Per i prestatori interessati situati negli Stati membri dell'area euro, il termine previsto per l'offerta del servizio di invio dei bonifici istantanei e per la verifica del beneficiario è stato il 9 ottobre 2025.[7]
Lo sviluppo dei pagamenti istantanei rappresenta un ulteriore passaggio della digitalizzazione del sistema finanziario, in quanto consente di ridurre significativamente l'intervallo temporale tra l'ordine di pagamento e la disponibilità dei fondi da parte del beneficiario.[8]
La crescente diffusione dei pagamenti digitali ha inoltre favorito l'ingresso nel settore di nuovi operatori e di imprese tecnologiche. La progressiva interazione tra innovazione tecnologica e servizi finanziari costituisce il presupposto per lo sviluppo del fenomeno *FinTech*.

1.2 La trasformazione digitale del settore finanziario: *FinTech* e nuovi modelli di pagamento

Il rapporto tra innovazione tecnologica e settore finanziario non costituisce un fenomeno esclusivamente contemporaneo. Arner, Barberis e Buckley evidenziano come tecnologia e finanza abbiano seguito storicamente un processo di evoluzione strettamente interconnesso, distinguendo tre principali fasi dello sviluppo *FinTech.* La fase *FinTech 1.0* è caratterizzata dal progressivo passaggio da infrastrutture prevalentemente analogiche a strumenti elettronici, processo che trova uno dei suoi momenti significativi nell'introduzione dell'ATM e nello sviluppo dei primi sistemi elettronici di pagamento BACS e CHIPS. La fase *FinTech 2.0*, sviluppatasi a partire dagli anni Settanta, coincide con una crescente digitalizzazione dei servizi offerti dagli intermediari tradizionali, fino alla diffusione dell'*Internet banking*. La fase *FinTech 3.0*, generalmente ricondotta al periodo successivo alla crisi finanziaria globale del 2008, è invece caratterizzata dall'ingresso di nuovi operatori tecnologici e startup finanziarie accanto agli intermediari tradizionali.[9]
La trasformazione *FinTech* ha quindi modificato progressivamente la struttura del mercato finanziario. Se nella fase iniziale la tecnologia era prevalentemente utilizzata dagli

[5] Banca d'Italia, *Pagamenti*, sito istituzionale, cit
[6] European Payments Council, *SEPA Instant Credit Transfer (SCT Inst)*, sito istituzionale
[7] Regolamento (UE) 2024/886 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 marzo 2024, per quanto riguarda i bonifici istantanei in euro, GUUE L, 2024/886, 19 marzo 2024
[8] European Payments Council, *SEPA Instant Credit Transfer (SCT Inst)*, cit
[9] Arner D.W., Barberis J., Buckley R.P. (2016), *The evolution of FinTech: A New Post-Crisis Paradigm?*

intermediari tradizionali per rendere più efficienti i propri servizi, successivamente nuovi operatori tecnologici hanno iniziato a sviluppare e offrire direttamente servizi finanziari.[10]
La Commissione europea ha progressivamente inserito l'innovazione finanziaria in una strategia più ampia. Dopo il *FinTech Action Plan* del 2018, il *Digital Finance Package* del 2020 ha rafforzato l'obiettivo di favorire la digitalizzazione e l'integrazione del mercato finanziario europeo, cercando al tempo stesso di preservare la tutela degli utenti, la stabilità finanziaria e la capacità di gestione dei nuovi rischi.[11]
Una delle principali trasformazioni collegate alla digitalizzazione dei servizi finanziari è rappresentata dall'*Open Banking*. La Direttiva (UE) 2015/2366 (PSD2), adottata nel 2015 e successivamente recepita negli ordinamenti nazionali, ha posto le basi regolamentari per lo sviluppo dell'*Open Banking*, disciplinando anche l'accesso ai conti di pagamento da parte di prestatori terzi autorizzati. L'*Open Banking* si fonda infatti sulla possibilità per il cliente di consentire a soggetti terzi autorizzati di accedere, secondo modalità regolamentate, a determinate informazioni relative ai propri conti di pagamento.[12]
Il modello determina una modifica significativa del tradizionale rapporto tra banca e cliente. Quest'ultimo può infatti autorizzare soggetti terzi a utilizzare determinate informazioni finanziarie per fornire servizi aggiuntivi, favorendo la concorrenza e la nascita di nuovi modelli di *business*.
Dal punto di vista tecnologico, un ruolo fondamentale è svolto dalle *Application Programming Interfaces* (API), attraverso le quali sistemi informatici differenti possono comunicare e scambiarsi informazioni secondo protocolli e standard predeterminati. La rilevanza delle API è particolarmente evidente nei sistemi di *Open Banking*. Il modello prevede l'interazione tra il cliente, il prestatore di servizi di informazione sui conti (AISP) e il prestatore di servizi che gestisce il conto (ASPSP). L'accesso alle informazioni avviene sulla base del consenso dell'utente e attraverso procedure di autenticazione e autorizzazione.[13]
Il processo di accesso ai dati richiede pertanto una serie di meccanismi volti a garantire che il soggetto terzo possa accedere esclusivamente alle informazioni per le quali l'utente abbia prestato il proprio consenso. La dimensione tecnologica e quella giuridica risultano quindi strettamente collegate.[14]
L'*Open Banking* dimostra come la digitalizzazione non comporti esclusivamente un cambiamento degli strumenti utilizzati per effettuare i pagamenti, ma anche una trasformazione dei rapporti tra gli operatori del mercato.
Tra gli strumenti che hanno accompagnato la trasformazione delle abitudini di pagamento assumono inoltre rilievo i *digital wallet*. Questi strumenti consentono di integrare all'interno di applicazioni e dispositivi digitali diverse funzionalità connesse ai pagamenti, contribuendo alla progressiva dematerializzazione delle modalità di utilizzo da parte dell'utente.
La trasformazione FinTech presenta tuttavia anche profili problematici. La crescente dipendenza da infrastrutture digitali rende infatti particolarmente rilevanti questioni quali la sicurezza informatica, la protezione dei dati personali, l'autenticazione degli utenti e il contrasto alle frodi.[15]

[10] Arner D.W., Barberis J., Buckley R.P. (2016), *The evolution of FinTech: A New Post-Crisis Paradigm?*, cit
[11] Commissione europea, *FinTech Action Plan* (2018); Commissione europea, *Digital Finance Strategy for the EU* (2020)
[12] Direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2015, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, GUUE L 337 del 23 dicembre 2015, pp.35-127
[13] Modesti P., Freitas L., Shotomiwa Q., Almehrej A. (2025) *Security Analysis of the Open Banking Account and Transaction API Protocol*, Vol. 3, Article 100097
[14] Modesti P., Freitas L., Shotomiwa Q., Almehrej A. (2025) *Security Analysis of the Open Banking Account and Transaction API Protocol*, Vol. 3, Article 100097, cit
[15] Commissione europea, Digital Finance Strategy for the EU (2020), cit

L'innovazione finanziaria richiede quindi un equilibrio tra due esigenze potenzialmente contrapposte: da un lato, favorire la concorrenza e lo sviluppo tecnologico; dall'altro, garantire adeguati livelli di sicurezza e tutela.
Tale esigenza diviene ancora più evidente con l'affermazione della *blockchain* e delle *Distributed Ledger Technologies* (DLT), che introducono modalità differenti di registrazione e trasferimento del valore.

1.3 Blockchain, DLT e nuovi strumenti di pagamento

La DLT può essere descritta come una tecnologia che consente la registrazione e la condivisione di informazioni attraverso una pluralità di partecipanti a una rete, senza che sia necessariamente presente un'unica autorità centrale incaricata della gestione del registro.[16]
La *blockchain* rappresenta una particolare forma di DLT nella quale le informazioni relative alle transazioni vengono organizzate in blocchi collegati tra loro. Nel modello originariamente sviluppato per Bitcoin, il sistema utilizza tecniche crittografiche e un meccanismo di consenso basato sul *proof-of-work*.[17]
La rilevanza della *blockchain* per il settore dei pagamenti emerge in modo particolarmente chiaro dal progetto originario di Bitcoin. Nel 2008 Satoshi Nakamoto pubblicò *Bitcoin*: *A Peer-to-Peer Electronic Cash System,* proponendo un sistema di pagamento elettronico *peer-to-peer* destinato a consentire transazioni direttamente tra le parti senza la necessità di un intermediario finanziario centrale.[18]
Uno dei problemi fondamentali affrontati dal progetto era quello del *double spending,* ossia la possibilità che una stessa unità di valore digitale potesse essere utilizzata più volte. Nel sistema tradizionale tale problema viene affrontato attraverso un intermediario che mantiene una registrazione centralizzata delle operazioni. Il progetto *Bitcoin* propone invece un sistema distribuito nel quale la verifica delle transazioni viene effettuata dalla rete.
Nel sistema *Bitcoin*, le transazioni vengono registrate in blocchi collegati mediante tecniche crittografiche e validate attraverso un meccanismo di consenso distribuito basato sul *proof-of-work*. In questo modo, i partecipanti alla rete possono condividere una medesima sequenza delle transazioni senza fare affidamento su un'autorità centrale.
L'innovazione introdotta da *Bitcoin* consiste quindi non soltanto nella creazione di un nuovo strumento digitale, ma anche nella possibilità di realizzare un sistema di trasferimento di valore originariamente digitale e decentralizzato.
La diffusione di *Bitcoin* ha successivamente favorito la nascita di numerose altre cripto-attività e ha contribuito a sviluppare un ecosistema finanziario caratterizzato da differenti tipologie di strumenti digitali.
È tuttavia necessario distinguere tra cripto-attività di natura privata e le *Central Bank Digital Currencies* (CBDC). Le prime comprendono cripto-attività caratterizzate da elevata volatilità e strumenti progettati per mantenere un valore relativamente stabile, come le *stablecoin*s. Quest'ultime sono strumenti emessi da soggetti privati e non costituiscono moneta di banca centrale, il cui valore è collegato a un paniere sottostante di una o più attività liquide e stabile (dollaro, euro, titoli di stato a breve ecc). Al contrario, le CBDC, rappresentano una forma digitale di moneta emessa e garantita direttamente da una banca centrale denominata nella valuta ufficiale. La distinzione assume particolare importanza perché strumenti fondati su

[16] Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività, art. 3, par. 1, nn.1-2, GUUE L 150 del 9 giugno 2023, pp.40-205
[17] Nakamoto S. (2008), *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*
[18] Nakamoto S. (2008), *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System* cit

tecnologie digitali possono presentare funzioni economiche, rischi e qualificazioni giuridiche profondamente differenti.[19]
La diffusione delle cripto-attività ha infatti posto nuove questioni sotto il profilo della tutela degli utenti e della stabilità dei mercati. Tra i principali rischi associati al fenomeno possono essere individuati la volatilità dei prezzi, i rischi di frode, le problematiche relative alla custodia delle attività digitali, gli attacchi informatici e le difficoltà connesse all'individuazione dei soggetti responsabili.[20]
Anche la struttura decentralizzata delle DLT presenta una duplice caratteristica. Da un lato, consente di ridurre la dipendenza da un intermediario centrale; dall'altro, può rendere più complessa l'individuazione di responsabilità e l'applicazione dei tradizionali meccanismi di controllo.
Questi elementi hanno progressivamente evidenziato la necessità di un intervento regolamentare da parte delle istituzioni europee.[21]

1.4 L'esigenza di un'evoluzione della regolamentazione europea

L'evoluzione tecnologica descritta nei paragrafi precedenti ha posto il legislatore europeo di fronte alla necessità di adattare il quadro normativo alle nuove caratteristiche del mercato finanziario. La diffusione dei pagamenti digitali, del FinTech, dell'*Open Banking* e delle tecnologie DLT ha infatti favorito la comparsa di nuovi operatori e modelli di *business.*[22] Nel settore dei pagamenti, tale processo ha condotto dalla *Payment Services Directive 2* (PSD2) al successivo processo di revisione della disciplina europea, nel cui ambito si collocano *Payment Services Directive 3* (PSD3) e *Payment Services Regulation* (PSR).[23] Parallelamente, la crescita delle cripto-attività ha determinato l'introduzione del Regolamento (UE) 2023/1114 sui mercati delle cripto-attività (MiCA), volto a costruire un quadro armonizzato per attività che non trovavano sempre una collocazione chiara nella normativa finanziaria preesistente.[24]
Questi interventi non operano tuttavia in ambiti completamente separati. La possibilità che determinati strumenti digitali assumano anche funzioni di trasferimento del valore rende progressivamente più importante il coordinamento tra disciplina delle cripto-attività e disciplina dei pagamenti. Su queste premesse si sviluppa il capitolo successivo, dedicato all'analisi del quadro normativo europeo e delle sue principali implicazioni giuridiche ed economiche.

[19] Commissione europea, *Crypto-assets, sito istituzionale; Bank for International Settlements- BIS Innovation Hub, Central Bank Digital Currencies (CBDC)*, sito istituzionale
[20] European Securities and Markets Authority (ESMA), Crypto-assets, sito istituzionale
[21] Commissione europea, Crypto-assets, sito istituzionale
[22] Commissione europea, Digital Finance Strategy for the EU (2020), cit
[23] Direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2015, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, GUUE L 337 del 23 dicembre 2015, pp.35-127; Consiglio dell'Unione europea, doc. 8221/26, *Proposal for a Regulation on payment services in the internal market- Confirmation of the Final Compromise text with a view to agreement*, Bruxelles, 17 aprile 2026; Consiglio dell'Unione europea, doc. 8222/26, *Proposal for a Directive on payment services and electronic money services in the Internal Market- Confirmation of the Final Compromise text with a view to agreement*, Bruxelles, 17 aprile 2026
[24] Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività, GUUE L 150 del 9 giugno 2023, pp.40-205

Capitolo 2
IL NUOVO QUADRO NORMATIVO EUROPEO DELLA FINANZA DIGITALE: REGOLAMENTAZIONE, RISCHI E NUOVI EQUILIBRI DI MERCATO

La trasformazione dei servizi finanziari digitali ha reso necessario un progressivo adeguamento del quadro normativo europeo. La diffusione di nuovi operatori, modelli di pagamento e cripto-attività ha infatti posto il legislatore di fronte a esigenze differenti: favorire l'innovazione e la concorrenza, garantire la sicurezza delle transazioni e la tutela degli utenti, ridurre la frammentazione tra gli Stati membri e assicurare che attività caratterizzate da rischi comparabili siano sottoposte a presidi adeguati.
Il presente capitolo analizza questa evoluzione attraverso i due principali ambiti regolamentari rilevanti per la tesi. Da un lato, la revisione della disciplina dei servizi di pagamento, con il passaggio dalla PSD2 al nuovo assetto delineato da PSD3 e PSR; dall'altro, il Regolamento MiCA, che introduce un quadro armonizzato per le cripto-attività e per i soggetti che operano nel relativo mercato.[25]

2.1 Dalla PSD2 alla PSD3 e al PSR: concorrenza e tutela degli utenti

La revisione della disciplina europea dei servizi di pagamento non ha rappresentato un mero aggiornamento tecnico della Direttiva UE 2015/2366. Il passaggio dalla PSD2 al nuovo assetto costituito dalla PSD3 e dal *Payment Services Regulation* (PSR) riflette una modifica dell'approccio regolamentare dell'Unione europea. Il problema posto dal legislatore non riguarda infatti soltanto l'adeguamento delle regole all'innovazione tecnologica, ma la capacità della disciplina vigente di assicurare contemporaneamente concorrenza, sicurezza delle transazioni, tutela degli utenti e uniformità del mercato interno. La stessa valutazione d'impatto della Commissione europea individua quattro criticità strutturali: la persistente esposizione degli utenti alle frodi; il funzionamento imperfetto dell'*Open Banking*; le difformità nell'applicazione e nella vigilanza tra gli Stati membri e l'assenza di condizioni pienamente paritarie tra banche e prestatori di servizi di pagamento non bancari. Ne deriva che la ratio della riforma deve essere ricercata non nell'insuccesso complessivo della PSD2 ma nell'insufficienza di alcuni suoi meccanismi rispetto all'evoluzione del mercato.
La tecnologia e il mercato si sono evoluti più velocemente della normativa. Originariamente il quadro europeo dei pagamenti era stato costruito prevalentemente per modelli di intermediazione bancari e strumenti tradizionali di pagamento come carte, bonifici e moneta elettronica tradizionale. La progressiva digitalizzazione ha favorito la nascita di nuovi operatori e servizi non pienamente compatibili con la disciplina originaria. Pertanto non vi era più solo un problema di "come regolare i pagamenti", ma comprendere anche come disciplinare i nuovi operatori, servizi e modelli tecnologici. La PSD2 aveva perseguito obiettivi riconducibili alla correzione di specifici fallimenti del mercato mediante la riduzione delle barriere all'ingresso, incrementando la contendibilità del settore, attenuando le asimmetrie informative nei rapporti con gli utenti e rafforzando l'integrazione all'interno del mercato europeo dei pagamenti. La Commissione individua tra gli obiettivi originari proprio la costruzione di un *level playing field* tra operatori *incumbent* e nuovi operatori, l'aumento dell'efficienza e della trasparenza degli strumenti di pagamento, la promozione dell'innovazione e il garantire una maggiore protezione degli utilizzatori.[26]

[25] Commissione europea (2023), *Commission Staff Working Document-Impact Assessment Report*, SWD (2023) 231 final, Bruxelles, 28 giugno 2023
[26] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit

L'idea economica della PSD2 può essere ricondotta ad una maggiore apertura del mercato al fine di favorire l'ingresso di nuovi operatori, l'aumento della concorrenza e lo stimolo all' innovazione, con potenziali effetti positivi sulla qualità e sul costo dei servizi offerti.
Tuttavia, la successiva valutazione della Commissione europea ha evidenziato che tali obiettivi sono stati realizzati soltanto parzialmente poiché esistevano ancora problemi strutturali. La riforma PSD3/PSR interviene dunque su un mercato nel quale l'apertura regolamentare ha prodotto nuovi operatori e modelli di *business* senza eliminare integralmente gli squilibri concorrenziali che avevano motivato l'intervento.
La rilevanza economica della questione è accentuata dalla dimensione assunta dal mercato. Secondo i dati utilizzati dalla Commissione, il valore dei pagamenti *cashless* nell'Unione aveva raggiunto circa 240 mila miliardi di euro del 2021, a fronte di 184,2 mila miliardi nel 2017.[27] Nello stesso periodo sono aumentati il peso delle carte, della moneta elettronica e l'ingresso di prestatori non bancari, mentre l'utilizzo di infrastrutture digitali è divenuto strutturale nelle fasi di avvio, esecuzione regolamento delle operazioni di pagamento. L'intervento della normativa riguarda, quindi, un'infrastruttura essenziale dell'economia europea: in un mercato caratterizzato da volumi di transazioni molto elevati, anche delle inefficienze regolamentari relativamente circoscritte possono produrre costi economici significativi. L'aumento dei pagamenti digitali non implica semplicemente un incremento del valore del mercato, ma accresce il peso sistemico del settore dei pagamenti nell'economia e, di conseguenza, anche la rilevanza economica della regolamentazione.

2.1.1 La PSD2 tra apertura concorrenziale e limiti applicativi

Uno degli effetti più rilevanti della PSD2 è stato quello di aprire l'accesso ai conti dei clienti a soggetti terzi autorizzati (*Third Part Providers*, TPP). Prima della PSD2, l'accesso al conto e ai servizi ad esso collegati era principalmente gestito nell'ambito della relazione tra banca e cliente. Con l'avvento della PSD2, anche i TPP hanno potuto accedere al conto del cliente, previa autorizzazione di quest'ultimo, al fine di prestare specifici servizi di pagamento. In questo modo, la gestione dei servizi collegati al conto si è aperta alla partecipazione di nuovi operatori.
Tra i soggetti terzi autorizzati ci sono gli *Account Information Service Providers* (AISP) che prestano servizi di informazione sui conti (*Account Information Service*, AIS) e i *Payment Initiation Service Providers* (PISP) che, invece, prestano servizi di disposizione di ordini di pagamento (*Payment Initiation Service,* PIS), permettendo al cliente di poter avviare un'operazione da addebitare sul conto che detiene presso la banca, la quale continua a detenere il conto e i fondi, ma non mantiene necessariamente il controllo esclusivo sull'interfaccia attraverso cui il cliente utilizza i servizi ad esso collegati.[28]
L'esistenza di un diritto di accesso non ha tuttavia prodotto automaticamente un mercato pienamente concorrenziale. Il funzionamento dell'Open Banking presuppone che il diritto di accesso riconosciuto dalla normativa sia accompagnato da condizioni tecniche adeguate (*Application Programming Interfaces,* API) che consentono alle TPP di esercitarlo effettivamente. La frequenza degli errori, i tempi di risposta lunghi o la qualità delle informazioni disponibili non uniformi possono infatti trasformarsi in vere e proprie barriere tecniche, pur in presenza di un diritto giuridicamente riconosciuto. Il limite del modello PSD2 deriva quindi dalla distanza tra accesso giuridico e accesso economicamente efficace: la norma può anche essere formalmente rispettata ma non raggiungere pienamente l'obiettivo concorrenziale per cui è stata originariamente introdotta.[29]

[27] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit
[28] Direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2015, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, GUEE L 337 del 23 dicembre 2015, pp.35-127
[29] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit

L'esperienza italiana mostra bene questa ambivalenza: il Rapporto sull'*Open Banking* della Banca d'Italia registra una crescita significativa dell'utilizzo delle API. Nel 2023 il volume delle chiamate è aumentato del 52,3% rispetto all'anno precedente e nel primo semestre 2024, gli accessi informativi sui conti (AIS) hanno raggiunto 168 milioni. Allo stesso tempo, l'utilizzo dei servizi di *Open Banking* rimane marginale rispetto al mercato complessivo, rappresentando solo lo 0,13% dei bonifici *online*, con un maggiore diffusione nel segmento B2B rispetto al *retail*.[30]
Questo dato è importante perché mostra che la disponibilità di un'infrastruttura regolamentare aperta non è, da sola, sufficiente a produrre un'effettiva sostituzione competitiva, cioè una pressione concorrenziale sui servizi tradizionali. Nel mercato *retail,* la diffusione limitata può essere spiegata da diversi fattori, tra cui la presenza di strumenti già consolidati, come carte e *digital wallet*, alcuni limiti tecnici e l'assenza di una proposta di valore sufficientemente e immediatamente percepibile dell'utente finale. Il problema della PSD2 non è quindi riconducibile semplicemente a un deficit di apertura normativa: riguarda anche gli incentivi economici degli operatori e la capacità dell'ecosistema di trasformare l'accesso ai dati in servizi competitivi.[31]
Sotto questo profilo, è particolarmente significativa l'osservazione della Banca d'Italia secondo cui la mancanza di una remunerazione per i servizi di accesso che gli ASPSP sono obbligati a fornire ai sensi della PSD2 avrebbe ridotto, almeno in parte, l'incentivo dell'industria bancaria a investire in modo proattivo nello sviluppo dell'*Open Banking*. Si tratta di un problema tipico della regolazione economica: imporre l'accesso a un'infrastruttura può incrementare la concorrenza a valle*,* ma se il regime di accesso non fornisce degli incentivi adeguati al soggetto tenuto a sostenere i costi infrastrutturali, può ridurre l'interesse a investire nella qualità dell'infrastruttura stessa.[32]
La PSD3 e il PSR devono pertanto essere interpretati anche come tentativo di riduzione di questo disallineamento tra apertura giuridica ed efficienza economica dell'accesso. L'*impact Assessment* della Commissione prende in considerazione il rafforzamento dei requisiti minimi delle interfacce e l'introduzione di *permission dashboards*, attraverso i quali gli utenti possono conoscere e gestire più agevolmente le autorizzazioni concessi a soggetti terzi. Non si tratta soltanto di un intervento tecnico: aumentare l'affidabilità dell'accesso e il controllo dell'utente sul dato significa ridurre i costi di transazione, l'incertezza e le asimmetrie informative che possono ostacolare la domanda di servizi innovativi.[33]

2.1.2 Sicurezza, frodi e redistribuzione del rischio

Il secondo limite strutturale emerso dalla PSD2 riguarda la sicurezza dei pagamenti. L'introduzione della *Strong Customer Authentication* (SCA) ha rappresentato uno dei principali strumenti utilizzati dal legislatore europeo per ridurre il rischio di frodi nei pagamenti elettronici. La valutazione della Commissione riconosce che la SCA ha rafforzato la sicurezza dei pagamenti elettronici e ridotto sensibilmente determinate forme di frode, soprattutto nei casi in cui la frode dipendeva dalla sottrazione o dall'utilizzo indebito delle credenziali dell'utente.[34]
Tuttavia, il problema non si risolve con la sola protezione delle credenziali. Una parte crescente delle frodi si basa su tecniche di ingegneria sociale, nelle quali il cliente viene indotto a effettuare personalmente il pagamento, convito di agire nei confronti di un oggetto

[30] Cafarotti C., Parrini R. (2025), *Rapporto sull'Open Banking in Italia*, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, n. 67, Banca d'Italia, ottobre 2025
[31] Cafarotti C., Parrini R. (2025), *Rapporto sull'Open Banking in Italia*, cit
[32] Cafarotti C., Parrini R. (2025), *Rapporto sull'Open Banking in Italia*, cit
[33] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit
[34] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit

legittimo. In questi casi il pagamento può risultare formalmente autorizzato, ma la decisione dell'utente è stata determinata dall'inganno. È proprio questa differenza a rendere più complesso il problema dal punto di vista giuridico.[35]
Si tratta di una questione di allocazione del rischio. Il legislatore è chiamato a stabilire chi sopporta economicamente la perdita. Attribuire integralmente la perdita al cliente rischierebbe di ridurre gli incentivi del PSP a investire in sistemi preventivi; al contrario, una responsabilità automatica e illimitata dell'intermediario potrebbe generare fenomeni di *moral hazard* e aumentare, indirettamente, il costo dei servizi per l'intera clientela. La disciplina della responsabilità non serve quindi soltanto a stabilire chi deve rimborsare il danno, ma incide direttamente sugli incentivi dei soggetti coinvolti a prevenire la frode.
Da questo punto di vista, la soluzione più efficiente non consiste necessariamente nel trasferire integralmente il rischio da una parte all'altra, ma nel collocarlo presso il soggetto che risponde degli strumenti migliori per prevenirlo. È anche per questo che la Commissione non ha scelto una responsabilità generalizzata dei PSP per tutte le frodi da social *engineering*, preferendo interventi più mirati.[36]
È in questa logica che si collocano misure come la verifica della corrispondenza tra IBAN e nominativo del beneficiario, lo scambio di informazione tra PSP sulle frodi e l'estensione della responsabilità degli intermediari in determinate ipotesi di impersonificazione. Questi strumenti cercano di intervenire prima che la perdita si produca, spostando l'attenzione dalla sola fase del rimborso alla prevenzione del comportamento fraudolento.[37]
La dimensione economica emerge anche dall'analisi costi-benefici. La Commissione stima in circa 323 milioni di euro il valore delle frodi APP relative ai bonifici SEPA in euro nel 2020. Anche una riduzione parziale del fenomeno potrebbe quindi produrre benefici economici rilevanti: a titolo esemplificativo, una diminuzione del 10% corrisponderebbe a circa 32 milioni di euro annui. Tale beneficio deve tuttavia essere confrontato con i costi di implementazione sostenuti dagli intermediari. Per l'estensione della verifica IBAN/nome, ad esempio, la Commissione individua circa 1.200-1.300 PSP interessati e stima un costo una tantum complessivo nell'ordine di 50 milioni di euro che corrisponde a circa 40.000 euro in media per prestatore, pur evidenziando una notevole variabilità dei costi tra gli operatori.[38]
Il rafforzamento della tutela non può quindi essere valutato esclusivamente sotto il profilo dei diritti individuali del consumatore, ma è necessario considerare anche il costo marginale della regolamentazione e la sua possibile traslazione sui prezzi dei servizi. L'efficienza della misura dipende dalla capacità del beneficio sociale derivante dalla riduzione delle frodi di compensare i costi tecnologici e organizzativi imposti ai prestatori. È proprio questo rapporto tra tutela e costo della *compliance* che conferisce alla riforma una dimensione economico-finanziaria oltre che strettamente giuridica.

2.1.3 Dal recepimento nazionale all'armonizzazione mediante regolamento

La scelta di articolare il nuovo quadro attraverso una direttiva, la PSD3, e un regolamento direttamente applicabile, PSR, rappresenta forse la modifica più significativa sotto il profilo della tecnica legislativa. La Commissione ha individuato tra i limiti nell'applicazione della PSD2 le differenze interpretative e applicative tra gli Stati membri, oltre a prassi di vigilanza non sempre omogenee. In mercato nel quale molti operatori prestano servizi su base transfrontaliera e fanno affidamento sul passaporto europeo, queste divergenze non sono

[35] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit
[36] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit
[37] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit
[38] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit

soltanto un problema formale, ma possono tradursi in costi aggiuntivi e in condizioni competitive differenti.[39]
La frammentazione normativa incide soprattutto sugli operatori che intendono espandersi su più mercati nazionali. Un'impresa che intenda espandersi in più Stati membri è chiamata a confrontarsi con interpretazioni, prassi amministrative o recepimenti differenti della stessa disciplina europea. Questo problema incide particolarmente sulle imprese *FinTech* di dimensioni minori, per le quali i costi fissi della compliance hanno un'incidenza maggiore rispetto al volume dell'attività. L'armonizzazione attraverso norme direttamente applicabili può quindi funzionare come uno strumento di riduzione delle barriere all'ingresso e dei costi di espansione transfrontaliera.
La Commissione ha esplicitamente scelto di trasferire nel regolamento una parte rilevante delle norme precedentemente contenute nella PSD2 allo scopo di diminuire le divergenze nazionali e chiarire disposizioni che avevano prodotto interpretazioni non uniformi. Tuttavia, la scelta non comporta una completa sostituzione della direttiva. Gli aspetti relativi all'autorizzazione e alla vigilanza degli istituiti continuano a essere disciplinati attraverso la PSD3, mentre il regolamento PSR concentra una parte rilevante delle regole operative e di condotta. Ne deriva un modello misto perché da un lato si cerca di aumentare l'uniformità delle regole di condotta; dall'altro lato si mantiene un ruolo significativo delle autorità nazionali nell'accesso al mercato e nella supervisione. Il nuovo assetto, quindi, tenta di ridurre le differenze senza eliminare del tutto la dimensione nazionale della vigilanza.[40]
Inoltre, anche i testi di compromesso del Consiglio dell'Unione europea del 17 aprile 2026 confermano questa impostazione. Il pacchetto continua a essere articolato in una direttiva sui servizi di pagamento e in un regolamento direttamente applicabile; il Consiglio identifica tra le finalità dei testi finali di compromesso il contrasto alle frodi, l'incremento della protezione dei consumatori e della trasparenza, il miglioramento dell'accesso al contante e l'adeguamento delle regole alle trasformazioni tecnologiche e di mercato.
Da un punto di vista economico, una maggiore armonizzazione non significa automaticamente una riduzione complessiva dei costi. Regole più uniformi possono diminuire gli oneri legati alla necessità di adattarsi a regimi nazionali differenti, ma allo stesso tempo nuovi obblighi possono richiedere investimenti significativi in sistemi, procedure e organizzazione interna, e pertanto incrementare il costo assoluto della compliance. Il punto, quindi, non è stabilire se l'armonizzazione "costa meno" in assoluto, ma verificare se i risparmi derivanti dalla standardizzazione compensano i nuovi costi di adeguamento.[41]
L'Open Banking offre un esempio concreto di questo equilibrio. L'*Impact Assesment* della Commissione stima costi una tantum per l'introduzione dei *permission dashboards* fino a 47 milioni di euro e per l'adeguamento delle interfacce ai nuovi requisiti minimi per circa 185 milioni.[42] Tali costi vengono però giustificati dalla prospettiva di ridurre inefficienze, problemi di accesso e frammentazione tecnica che avevano limitato il funzionamento effettivo del mercato. In questo modo, il rafforzamento dell'armonizzazione non è solo una scelta giuridica, ma anche un tentativo di ridurre i costi economici prodotti da regole applicate in modo non uniforme.

2.1.4 Il riequilibrio concorrenziale tra banche e operatori non bancari

[39] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit
[40] Commissione europea (2023), SWD (2023) final, cit.; Consiglio dell' Unione europea (2026), doc. 8220/26, *Payment services package- Confirmation of the Final Compromise text with a view to agreement*, Bruxelles, 17 aprile 2026
[41] Consiglio dell'Unione europea (2026), doc. 8220/26, *Payment services package- Confirmation of the Final Compromise text with a view to agreement*, Bruxelles, 17 aprile 2026
[42] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit

Un ulteriore problema lasciato parzialmente aperto dalla PSD2 concerne il rapporto competitivo tra banche e PSP non bancari. L'ingresso di nuovi operatori ha certamente ampliato il mercato, ma non ha eliminato la dipendenza strutturale di molti operatori FinTech dagli intermediari bancari. Gli istituti di pagamento e gli istituiti di moneta elettronica possono infatti trovarsi nella necessità di accedere ai conti bancari e infrastrutture di pagamento gestite direttamente o indirettamente dal settore bancario. Ne consegue un potenziale conflitto tra il ruolo della banca come concorrente sul mercato finale e quello della stessa banca come fornitore di un *input* necessario al concorrente. Quindi il problema non riguarda solo il numero di operatori autorizzati, ma le condizioni concrete nelle quali questi operatoti possono competere.[43]
Sotto il profilo economico, la questione presenta i caratteri di un problema di accesso a un'infrastruttura essenziale. Se un operatore già consolidato controlla una risorsa necessaria ai nuovi entranti, condizioni di accesso discriminatorie o eccessivamente onerose possono limitare la concorrenza anche quando, formalmente, non ci sono ostacoli all' ingresso. L'*Impact Assessment* della Commissione individua proprio nelle difficoltà di accesso ai sistemi di pagamento e ai conti bancari come una delle cause del persistente *unlevel playing field* tra banche e operatori non bancari.[44]
La riforma interviene rafforzando la possibilità di accesso, diretto o indiretto, dei PSP non bancari ai sistemi di pagamento, subordinandolo comunque a criteri di ammissione e valutazione del rischio. Ciò non significa eliminare qualsiasi differenza tra banche e altri intermediari. I diversi operatori possono presentare profili di rischio, requisiti patrimoniali e modelli organizzativi differenti, e tali differenze devo continuare a essere prese in considerazione. Il punto è piuttosto evitare che la diversa natura dell'intermediario possa diventare una ragione sufficiente per limitarne l'accesso quando non esiste una corrispondente giustificazione prudenziale.
Il nuovo quadro cerca di avvicinare l'apertura formale del mercato a una maggiore effettività concorrenziale. Infatti, l'autorizzazione a prestare servizi rappresenta solo una prima condizione: se un operatore non riesce ad accedere alle infrastrutture necessarie in condizioni ragionevoli, la possibilità giuridica di entrare nel mercato rischia di avere un valore economico limitato. La questione del *level playing field* non riguarda quindi l'eliminazione di ogni differenza regolamentare, ma la necessità che eventuali differenze siano giustificate dai rischi effettivamente assunti e non producono vantaggi competitivi privi di una ragione economica o prudenziale.[45] Questa impostazione acquisirà particolare importanza anche nell'analisi delle cripto-attività, dove il problema della neutralità tecnologica e dell'applicazione di regole equivalenti a rischi equivalenti emerge in maniera ancora più evidente.

2.2 MiCA: perimetro regolamentare, qualificazione delle cripto-attività e disciplina dei rischi

L'adozione del Regolamento (UE) 2023/1114 sui mercati delle cripto-attività risponde alla necessità di costruire un quadro europeo unitario per attività che prima dell'entrata in vigore della MiCA, non trovavano sempre una collocazione chiara nella disciplina finanziaria esistente. Il problema non derivava solo dalla mancanza di regole, ma dalla presenza di approcci nazionali differenti che potevano generare livelli di tutela differenti e rendere più complessa la prestazione transfrontaliera dei servizi. In un mercato caratterizzato da una

[43] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit
[44] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit
[45] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit

forte dimensione digitale e transnazionale, tale frammentazione poteva inoltre favorire scelte opportunistiche circa la giurisdizione nella quale svolgere l'attività.[46]
MiCA cerca di rispondere contemporaneamente a più esigenze. Da un lato, introduce regole comuni in materia di trasparenza, autorizzazione e condotta, con l'obiettivo di aumentare la tutela dei possessori di cripto-attività e l'affidabilità del mercato. Dall'altro lato, mira a creare condizioni più uniformi per gli operatori e a ridurre l'incertezza giuridica che poteva ostacolare lo sviluppo di nuovi servizi. La regolamentazione, in questo senso, non viene costruita in contrapposizione all'innovazione, ma come condizione per consentirne lo sviluppo all'interno di un perimetro più prevedibile. [47]
Da questo punto di vista, MiCA può essere letta come un tentativo di correggere contemporaneamente diversi problemi del mercato: asimmetrie informative tra emittenti e possessori, incertezza sulla qualità e solidità degli operatori, rischi derivanti da fenomeni di perdita di fiducia e per alcune categorie di cripto-attività, possibili effetti sulla stabilità finanziaria.
Tale aspetto è particolarmente importante per comprendere il perimetro di MiCA. Il regolamento non disciplina *blockchain* in quanto tecnologia, ma le cripto-attività e i rischi connessi alle funzioni che essere svolgono. La DLT rappresenta quindi il mezzo attraverso cui l'attività viene realizzata, mentre la disciplina varia in relazione alle caratteristiche del token e ai rischi che ne derivano.
Questa impostazione è coerente con la stessa definizione di cripto-attività contenuta nel regolamento, intesa come rappresentazione digitale di valore o di un diritto trasferibile e memorizzabile elettronicamente mediante DLT e/o tecnologia analoga. MiCA distingue in particolare gli *asset-referenced token* (ART), gli *e-money token* (EMT) e gli *utility token*, ai quali si aggiungono le altre cripto- attività rientranti nel suo ambito di applicazione.[48]
La classificazione non ha però una funzione soltanto descrittiva. Stabilire a quale categoria appartenga un token significa anche determinare quale disciplina deve essere applicata, quali obblighi devono essere rispettati dall'emittente e quale livello di tutela deve essere garantito al possessore. Pertanto, la qualificazione giuridica determina effetti economici diretti perché incide sui costi di compliance, sulle condizioni di accesso al mercato e sul livello di rischio che l'ordinamento stesso intende tollerare.

2.2.1 Il perimetro MiCA e il confine con la disciplina degli strumenti finanziari

Individuate le finalità generali del MiCA, il primo problema applicativo riguarda la delimitazione del suo perimetro rispetto alla normativa finanziaria già esistente. L'introduzione di un regolamento specifico per le cripto-attività non significa infatti che qualsiasi token debba essere automaticamente sottoposto a MiCA. Prima di individuare la disciplina applicabile è necessario verificare se il prodotto rientri in una categoria già regolata dal diritto finanziario europeo.[49]
Questo passaggio assume particolare rilevanza nel rapporto con MiFID II. Quando una cripto-attività presenta delle caratteristiche tali da poter essere classificata come strumento finanziario, la disciplina applicabile non viene individuata sulla sola base dell'utilizzo della DLT. Occorre invece prendere in considerazione il contenuto economico dello strumento, ai diritti incorporati e alla funzione concretamente svolta. Proprio in questo punto il principio di neutralità tecnologica assume importanza: l'utilizzo di una nuova tecnologia non dovrebbe consentire a un'attività economicamente equivalente a una già regolata di sottrarsi alle regole

[46] Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività, GUUE L 150 del 9 giugno 2023, pp.40-205, considerando 4-6
[47] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., considerando 5-6
[48] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., art. 3, par. 1, nn. 5-9; considerando 18
[49] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., art .2, par.4, lett. a)

previste per quest'ultima. Il problema centrale diventa la qualificazione concreta dei diritti attribuiti al possessore.[50]
L'ESMA ha rafforzato questa impostazione nelle proprie *Guidelines* sulla qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari, chiarendo che la valutazione deve fondarsi sulla sostanza dei diritti attribuiti e non sulla forma o sulla terminologia utilizzata. Ad esempio, per stabilire se una cripto-attività possa essere ricondotta ai valori mobiliari, assumono rilievo elementi come la sua negoziabilità sul mercato, l'appartenenza a una classe di strumenti e la natura dei diritti economici o patrimoniali attribuiti al possessore.[51]
Questa classificazione non è però sempre immediata. Infatti, l'ESMA chiarisce, ad esempio, che la presenza di diritti di *governance* all'interno di un protocollo non equivale automaticamente ai diritti di voto propri di una partecipazione societaria. Allo stesso modo, non basta che un token venga definito come *"utility"* perché esso possa essere trattato come tale. Di conseguenza, la qualificazione richiede una valutazione caso per caso, nella quale la forma tecnologica assume solo un ruolo secondario rispetto al contenuto effettivo dei diritti e delle obbligazioni.[52]
Il problema genera effetti che vanno oltre la mera classificazione teorica. Ricondurre un token a MiCA oppure a MiFID II significa assoggettare l'attività a delle regole diverse in materia di autorizzazione, organizzazione, trasparenza, condotta e tutela dell'investitore. Una qualificazione incerta o differente tra gli Stati membri può incidere direttamente sui costi sostenuti da parte degli operatori e sulla possibilità di offrire lo stesso prodotto in più mercati europei. Per questa ragione l'ESMA cerca di favorire una maggiore convergenza tra le autorità nazionali.[53]
La medesima cautela emerge anche nel trattamento degli NFT. L'unicità tecnica del token non è sufficiente, di per sé, a determinare l'esclusione dal MiCA: occorre verificare se la cripto-attività sia effettivamente unica, non sostituibile e caratterizzata da diritti distintivi. L'ESMA invita pertanto a valutare elementi quali caratteristiche, utilità, diritti e sostituibilità economica del token.[54]

2.2.2 ART, EMT e differenziazione regolamentare in funzione del rischio

MiCA adotta una classificazione delle cripto-attività che riflette differenti caratteristiche economiche e differenti profili di rischio. MiCA disciplina l'*'asset-referenced token* (ART), introducendo una logica più prudenziale. Infatti, l'ART mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un valore, diritto o combinazione di valori o diritti. L'*e-money token* (EMT), invece, persegue la stabilità del proprio valore prendendo come riferimento al valore di una valuta ufficiale.[55]
La differenza tra le due categorie non è meramente classificatoria, ma risponde alla diversa struttura economica degli strumenti e ai diversi profili di rischio che essi presentano. Un token che mira a mantenere la stabilità del valore può essere utilizzato non soltanto come attività di investimento, ma anche come mezzo di scambio o riserva di valore. Pertanto, il

[50] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., considerando 9; Direttiva 2014/65/ UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II), GUUE L 173 del 12 giugno 2014, pp.349-496
[51] European Securities and Markets Authority – ESMA (2024), *Final Report- Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, ESMA75453128700-1323, 17 dicembre 2024
[52] ESMA (2024), *Final Report- Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, cit
[53] ESMA (2024), *Final Report- Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, cit
[54] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., art.2, par.3 e considerando 11; ESMA (2024), *Final Report- Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, cit
[55] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., art 3, par. 1, nn.6 e 7

possessore non lo considera necessariamente come strumento puramente speculativo. Quanto più tali token assumono funzioni assimilabili a quelle monetarie, tanto maggiore diventa la rilevanza di rischi connessi alla liquidità, alla possibilità di rimborso, alla gestione delle attività di riserva e alla perdita di fiducia degli utilizzatori.[56]
MiCA risponde a tali differenze attraverso una regolamentazione proporzionata. Per le cripto-attività diverse da ART ed EMT, il regime applicabile agli offerenti e ai soggetti che ne chiedono l'ammissione alla negoziazione è assoggettato prevalentemente a obblighi informativi, di trasparenza e di condotta. Per ART ed EMT, il legislatore europeo prevede requisiti patrimoniali e prudenziali più incisivi relativi all'autorizzazione, alla governance, alla tutela dei possessori, alla gestione delle riserve e ai profili prudenziali.[57] Il principio sottostante è quello della proporzionalità della regolamentazione rispetto alla natura e alla rilevanza economico che lo strumento: all'aumentare del potenziale impatto della cripto-attività sugli utilizzatori sul mercato e sulla stabilità finanziaria aumenta anche l'intensità dei presidi regolamentari.

2.2.3 Gli ART tra riserva, capitale e rischio di liquidità

La disciplina degli ART mostra con particolare evidenza la natura prudenziale del MiCA. L'articolo 35 impone agli emittenti di ART di mantenere nei fondi propri pari almeno al maggiore tra 350.000 euro, il 2% dell'importo medio della riserva di attività e un quarto delle spese fisse generali dell'anno precedente.[58] Oltre aA ciò sono previste prove di stress e la possibilità per l'autorità competente di richiedere livelli patrimoniali superiori quando emergono rischi più elevati.
La scelta di collegare il requisito patrimoniale anche alla dimensione della riserva non è casuale. Infatti, al crescere della diffusione dei token aumenta anche l'esposizione complessiva dell'emittente e, di conseguenza, la necessità di disporre di una maggiore capacità di assorbire eventuali perdite. È opportuno quindi distinguere il capitale dell'emittente dalla riserva a supporto del token: il primo serve a fronteggiare le perdite dell'emittente, mentre la seconda è collegata al meccanismo di stabilizzazione dell'ART e alla capacità dell'emittente di far fronte agli obblighi nei confronti dei possessori.[59]
È proprio questa distinzione a rendere centrale il problema della liquidità perché un emittente può risultare patrimonialmente solido e nello stesso tempo non disporre nell' immediato delle risorse liquide necessarie a far fronte alle elevate richieste di rimborso. Per questo motivo MiCA interviene sulla composizione e sulla gestione della riserva, prevedendo che le attività siano adeguatamente separate e gestite tenendo conto dei rischi connessi agli asset sottostanti e alla possibilità che i possessori chiedano il rimborso.[60]
Il punto è rilevante soprattutto nei periodi di perdita di fiducia. Se molti possessori decidessero contemporaneamente di uscire dal token, allora l'emittente potrebbe essere costretto a liquidare rapidamente le attività di riserva. Qualora tali attività risultassero poco liquide o soggette a oscillazioni di prezzo, la loro vendita produrrebbe perdite e renderebbe più difficile soddisfare le richieste di rimborso. Il rischio, quindi, non dipende solo dal valore nominale della riserva, ma anche dalla sua effettiva capacità di trasformarsi in liquidità senza perdite rilevanti.[61]
La disciplina della riserva, della segregazione patrimoniale e degli *stress test* cerca proprio di evitare che il meccanismo utilizzato per garantire la stabilità dell'ART diventi, in condizioni di

[56] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., considerando 18,19 e 59 -61
[57] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., Titoli III e IV, in particolare artt.35-38, 45, 48-50 e 58
[58] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., art. 35, parr. 1, 3 e 5
[59] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., artt. 35 e 36
[60] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., art. 36, parr. 1-4; art.37
[61] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., artt.36 e 38

stress, una fonte ulteriore di instabilità. La logica prudenziale di MiCA non impone solo requisiti quantitativi, ma crea diversi livelli di protezione contro differenti rischi: il capitale rispetto alle perdite dell'emittente, la riserva rispetto agli obblighi collegati ai token e i requisiti di liquidità rispetto alla possibilità di rimborso concentrati nel tempo.[62]

2.2.4 Gli EMT e l'avvicinamento alla funzione monetaria

Gli EMT occupano una posizione particolare all' interno di MiCA perché il loro valore è collegato a una valuta ufficiale e il regolamento li qualifica come moneta elettronica. L'art. 48 stabilisce che devono essere emessi da un ente creditizio o un istituto di moneta elettronica, che deve predisporre il *white paper,* e soprattutto stabilisce che gli EMT sono considerati moneta elettronica. La scelta del legislatore segnala già una maggiore cautela rispetto ad altre categorie di cripto-attività.[63]

La ragione deriva dalla funzione che l'EMT può svolgere. Se un token mantiene il valore facendo riferimento alla valuta ufficiale allora può essere utilizzato sia come attività detenuta dal possessore che per trasferire valore e regolare operazioni. La sua vicinanza alla funzione monetaria rende quindi più importante la stabilità del rapporto tra token e valuta di riferimento.[64]

La funzione monetaria dell'EMT diventa ancora più evidente nella disciplina dell'emissione e del rimborso. MiCA prevede che il token sia emesso al valore nominale dietro ricevimento di fondi e riconosce al possessore il diritto al rimborso, in qualsiasi momento, allo stesso valore nominale. Questo meccanismo non svolge solo una funzione di tutela individuale. La possibilità di convertire l'EMT nella valuta di riferimento contribuisce infatti a sostenere la credibilità della parità promessa dall'emittente. Allo stesso tempo, il diritto al rimborso genera un'esigenza di liquidità: la stabilità del token resta credibile solo se l'emittente è concretamente in grado di soddisfare le richieste dei possessori.[65]

L'articolo 50 vieta sia all'emittente sia al CASP di corrispondere interessi collegati alla detenzione dell'EMT. Sul piano economico, questa previsione può essere interpretata come un limite alla trasformazione dell'EMT in un prodotto detenuto principalmente per ottenere un rendimento. In questo modo viene mantenuta una distinzione tra uno strumento destinato prevalentemente al trasferimento o alla conservazione stabile di un valore e prodotti finanziari o bancari caratterizzati da una remunerazione.[66]

Quando l'EMT raggiunge dimensioni maggiori, anche le conseguenze di eventuali difficoltà dell'emittente possono estendersi oltre il singolo rapporto con il possessore. Il rafforzamento dei requisiti previsto per gli EMT significativi rilette quindi una logica di proporzionalità: all'aumentare della rilevanza economica dello strumento aumenta anche l'intensità della regolamentazione.[67]

2.2.5 I CASP e la regolazione dell'intermediazione

La disciplina di MiCA non riguarda solo le caratteristiche dei token e gli obblighi degli emittenti, ma interviene anche sui soggetti che prestano servizi sulle cripto-attività.

L'articolo 59 introduce un regime di autorizzazione per i *Crypto-Asset Service Providers* (CASP), salvo i casi in cui determinati intermediari già sottoposti a vigilanza possano prestare tali servizi secondo le condizioni previste dal regolamento.[68]

[62] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., artt.35-38; per gli ART significativi, art.45, parr. 3-5
[63] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., art. 48, parr. 1-3
[64] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., considerando 18-19
[65] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., art. 49
[66] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., art. 50
[67] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., artt. 56-58
[68] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., artt. 59-60

Tale articolo assume particolare rilevanza perché permette di separare due livelli di rischio. Una cripto-attività può presentare rischi propri legati alla struttura, ma il cliente è esposto anche al rischio derivante dall'intermediario che custodisce gli asset, esegue gli ordini o gestisce una piattaforma. Quindi occorre regolare sia il prodotto sia il soggetto attraverso cui il cliente accede al mercato, ovvero l'attività di intermediazione.[69]
L'autorizzazione svolge in questo senso una funzione di selezione preventiva. L'ingresso al mercato è subordinato alla presenza di determinati requisiti al fine di ridurre la possibilità che operatori privi di un'organizzazione adeguata offrano servizi a clienti che difficilmente potrebbero valutarne in autonomia la solidità. Tuttavia, questa selezione ha un costo: i requisiti autorizzativi e organizzativi aumentato gli investimenti necessari per entrare nel mercato e possono incidere in misura relativamente maggiore sugli operatori di piccole dimensioni.[70]
Alla selezione autorizzativa si aggiungono anche presidi prudenziali previsti all'articolo 67. Il livello di salvaguardie richieste viene collegato sia alla tipologia di servizio prestato sia alla dimensione dell'attività dell'operatore. La funzione del requisito patrimoniale non è quella di eliminare il rischio d'impresa, bensì di assicurare che il CASP disponga di una capacità finanziaria minima coerente con i servizi offerti.
Su un piano diverso operano gli obblighi di condotta previsti all'articolo 66. Il CASP deve agire in modo onesto, corretto e professionale, fornire informazioni comprensibili e non fuorvianti e rendere trasparenti i costi e i rischi. Queste regole rispondono a un problema diverso da quello patrimoniale. Infatti, un intermediario può essere finanziariamente solido e allo stesso tempo fornire informazioni non sufficienti o operare in modo scorretto nei confronti del cliente. Requisiti prudenziali e regole di condotta non si possono sostituire poiché operano su rischi differenti.[71]
Infine, l'autorizzazione europea consente al CASP di espandere la propria attività negli altri Stati membri secondo il meccanismo previsto da MiCA. Qui emerge un effetto economico piuttosto ambivalente della regolazione perché da un lato l'autorizzazione e la compliance aumentano il costo inziale di accesso al mercato; dall'altro, una volta soddisfatti i requisiti comuni, il passaporto europeo può ridurre i costi di espansione transfrontaliera rispetto a un sistema composto da regimi nazionali differenti. MiCA produce quindi contemporaneamente un costo di ingresso e un possibile beneficio di scala regolamentare.[72]

2.3 Architettura della vigilanza e applicazione nazionale: il riparto di competenze tra Banca d'Italia e Consob

Nell'ordinamento italiano, l'attuazione del MiCA non riguarda solo l'individuazione delle autorità competenti, ma richiede di stabilire come distribuire concretamente le diverse funzioni di vigilanza. Il d.lgs. 5 settembre 2024, n.129 conferisce un ruolo centrale alla Banca d'Italia e alla Consob, le quali ripartendo le competenze in base alla natura dei rischi da presidiare, evitano duplicazioni, sovrapposizioni e riducono al minimo gli oneri per i soggetti sottoposti a MiCA. In termini generali, la Banca d'Italia interviene soprattutto sui profili prudenziali, sulla solidità degli intermediati e sulla stabilità, mentre la Consob concentra maggiormente la propria attività sulla trasparenza, sulla correttezza dei comportamenti e sull' integrità del mercato.[73]

[69] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., art.3, par. 1, nn. 15-16; Titolo V
[70] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., artt. 59 e 62-63
[71] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., artt. 66-67 e allegato IV
[72] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., artt. 65
[73] Decreto legislativo 5 settembre 2024, n. 129, Adeguamento della normativa nazionale al regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività e che

Tale ripartizione può essere interpretata come una forma di vigilanza per obiettivi poiché la solidità finanziaria di un intermediario non garantisce, da sola, che esso operi correttamente nei confronti dei clienti, così come il rispetto degli obblighi informativi non assicura che l'impresa sia in grado di far fronte a perdite o tensioni di liquidità. È il legislatore stesso che riconosce esplicitamente che la pluralità di autorità può produrre un costo regolamentare. Per questo motivo si cerca di conservare il beneficio di specializzazione, senza generare eccessiva duplicazione.

2.3.1 La vigilanza sugli ART: separazione tra rischio prudenziale e tutela dei possessori

Il caso degli ART rende particolarmente evidente questa logica. La vigilanza viene infatti ripartita tra Banca d'Italia e Consob in funzione del tipo di rischio considerato; tuttavia, la distinzione tra le due diventa particolarmente evidente se si osservano gli ambiti di intervento. La Banca d'Italia vigila su aspetti come l'adeguatezza patrimoniale, il governo societario, i controlli interni, la continuità operativa, la gestione della riserva e politiche di rimborso. La Consob si concentra invece sul *white paper*, sulle comunicazioni di *marketing*, sull'informativa continua, sui conflitti di interesse e sugli obblighi di comportamento nei confronti dei possessori.[74]

Non si tratta di una mera divisione di competenze amministrative. I due tipi di controllo cercano di affrontare problemi diversi. La vigilanza prudenziale ha come obiettivo ridurre il rischio che l'emittente non sia in grado di sostenere le proprie obbligazioni o di affrontare situazioni di stress; la vigilanza di condotta cerca invece di evitare che il possessore prenda decisioni sulla base di informazioni incomplete, scorrette o fuorvianti. In altre parole, il primo problema riguarda soprattutto la solidità dell'emittente, il secondo la qualità del rapporto con il mercato e con l'investitore.[75]

Inoltre, quando un ART raggiunge dimensioni significative, la vigilanza acquista una dimensione europea più marcata. Con l'aumento della diffusione dello strumento, infatti, eventuali difficoltà dell'emittente possono produrre conseguenze che superano il mercato nazionale. Il trasferimento di determinate competenze all'EBA riflette proprio questo cambiamento di scala: maggiore diventa la capacità del token di produrre effetti transfrontalieri, tanto meno appare sufficiente una supervisione esclusivamente nazionale.

2.3.2 La specificità della vigilanza sugli EMT

Nel caso degli EMT, la distribuzione delle competenze presenta alcune differenze. La Banca d'Italia assume infatti un ruolo più marcato rispetto a quello esercitato sugli ART. La Nota congiunta attribuisce all'Istituto non solo compiti prudenziali, ma anche funzioni relative alla trasparenza, alla correttezza e alla tutela dei possessori di EMT.[76]

Questa maggiore concentrazione di competenze può essere spiegata prendendo in considerazione la funzione stessa dell'EMT. Come visto nei paragrafi precedenti, esso non è soltanto una cripto-attività, ma è qualificato come moneta elettronica e può essere utilizzato per funzioni strettamente connesse a quelle dei pagamenti. Di conseguenza, aspetti come stabilità del valore, capacità di rimborso e affidabilità assumono rilevanza che va oltre la semplice tutela dell'investitore.[77]

---

modifica i regolamenti (UE) n. 1093//2010 e (UE) n. 1095/ 2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937 G.U. Serie Generale n. 215 del 13 settembre 2024, artt. 9, 12 e 17

[74] D.lgs. 5 settembre 2024, n. 129, cit., art.12; Consob e Banca d'Italia (2024), *Riparto competenze tra Consob e Banca d'Italia nell'applicazione di MiCAR,* Nota di sintesi 29 ottobre 2024

[75] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., artt. 43-44 e 117; d.lgs. 5 settembre 2024, n. 129, cit., art. 12, comma 10

[76] Consob e Banca d'Italia (2024), Riparto di competenze tra Consob e Banca d'Italia nell'applicazione di MiCAR, cit.; d.lgs. 5 settembre 2024, n. 129, cit., art. 14

[77] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., artt. 48-50

È quindi la maggiore vicinanza dell'EMT alla funzione monetaria a spiegare la maggiore centralità della Banca d'Italia. Quando uno strumento viene utilizzato come mezzo di pagamento o per trasferire valore, acquistano maggiore importanza la capacità dell'emittente di adempiere alle proprie obbligazioni, la continuità operativa e l'affidabilità complessiva del sistema. La vigilanza sugli EMT si avvicina così all'area tradizionale della moneta elettronica e dei pagamenti, pur restando inserita nel quadro MiCA.[78]

2.3.3 La vigilanza sui CASP: autorizzazione, profili prudenziali e condotta

Anche per i CASP il legislatore italiano ha deciso un sistema di vigilanza condivisa. La distinzione fondamentale riguarda, ancora una volta, la natura del rischio. Da un lato vi è il rischio che l'intermediario non disponga di una struttura patrimoniale e organizzativa adeguata; dall'altro il rischio che operi in maniera scorretta nei confronti del cliente o del mercato.

Su questa base, la Banca d'Italia interviene prevalentemente sui profili prudenziali e organizzativi mentre la Consob esercita la vigilanza sugli aspetti relativi alla trasparenza, alla correttezza dei comportamenti, alla tutela dei clienti e al regolare funzionamento delle negoziazioni. Un CASP può essere patrimonialmente solido ma presentare carenze nella trasparenza o nella gestione dei conflitti di interesse; allo stesso modo, un comportamento formalmente corretto verso la clientela non elimina eventuali problemi di solidità finanziaria.[79]

Anche il procedimento autorizzativo riflette questa articolazione. La Consob autorizza i CASP specializzati sentita la Banca d'Italia, mentre per gli intermediari già sottoposti a forme di vigilanza finanziaria, il riparto segue le competenze previste dal decreto.[80]

La scelta di utilizzare autorità che già operano nel sistema finanziario evita la creazione di un organismo separato esclusivamente dedicato alle cripto-attività. Ciò consente di utilizzare competenze già maturate: la Banca d'Italia sotto l'aspetto prudenziale e la Consob su quello della vigilanza di mercato e della tutela dell'investitore. Il vantaggio è evidente in termini di specializzazione, ma questa stessa struttura può generare il problema opposto, ovvero lo stesso operatore può essere chiamato a interagire con più autorità per aspetti strettamente collegati, se le competenze non sono ben coordinate.[81]

2.3.4 *Product* intervention, abusi di mercato e sorveglianza sistemica

La distribuzione funzionale delle competenze emerge anche nell'attribuzione dei poteri di intervento sui prodotti finanziari (*product intervention*). La Banca d'Italia può intervenire quando si rilevano rischi per la stabilità finanziaria, mentre la Consob esercita i propri poteri quando il problema riguarda soprattutto la protezione degli investitori o l'integrità e il regolare funzionamento dei mercati. A quest'ultima sono attribuite competenze esclusive anche in materia di abusi di mercato relativi alle cripto-attività e di informazione privilegiata. La scelta è coerente con le funzioni che l'Autorità già esercita nei mercati finanziari tradizionali: manipolazione del mercato e utilizzo illecito di informazioni privilegiate rappresentano infatti problemi di integrità del mercato, indipendentemente dal fatto che lo strumento negoziato sia tradizionale o digitale.[82]

---

[78] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., artt. 56-58 e 117, par. 4

[79] D.lgs. 5 settembre 2024, n. 129, cit., art.17, commi 1-3; Consob e Banca d'Italia (2024), *Riparto competenze tra Consob e Banca d'Italia nell'applicazione di MiCAR,* cit

[80] D.lgs. 5 settembre 2024, n. 129, cit., art.16; Consob e Banca d'Italia (2024), *Riparto competenze tra Consob e Banca d'Italia nell'applicazione di MiCAR*, cit

[81] D.lgs. 5 settembre 2024, n. 129, cit., art. 8-9

[82] D.lgs. 5 settembre 2024, n. 129, cit., art 18; Regolamento (UE) 2023/1114, cit., Titolo VI, artt. 86-92

Le competenze relative alla Banca d'Italia restano quelle sulla sorveglianza dei sistemi di pagamento, comprese le soluzioni basate su token digitali che possono assumere una funzione rilevante nell' esecuzione dei pagamenti.[83]
Anche in questo caso il criterio seguito non sembra essere semplicemente quello della categoria formale del prodotto, ma la competenza cambia in base al rischio che emerge: integrità del mercato e tutela dell'investitore richiamano l'intervento della Consob mentre stabilità, funzionamento dei pagamenti e profili prudenziali richiamano maggiormente quello della Banca d'Italia.

2.4 Valutazione giuridico- economica del nuovo assetto europeo

L'analisi svolta nei paragrafi precedenti mostra come il problema della finanza digitale europea non possa più essere ricondotto soltanto alla mancanza di regole. Con l'evoluzione della disciplina dei pagamenti e con l'introduzione di MiCA, molti vuoti che caratterizzavano il mercato sono stati progressivamente colmati. La questione diventa allora diversa: capire se le nuove regole riescano a proteggere utenti e mercato senza produrre costi o sovrapposizioni tali da limitare la concorrenza e l'innovazione.
PSD3/PSR e MiCA partono da situazioni differenti. Nel mercato dei pagamenti già esisteva una disciplina europea già sviluppata, ma l'esperienza della PSD2 aveva dimostrato limiti nella sua applicazione concreta. Nel mercato delle cripto-attività, invece, era necessario costruire un quadro unitario per attività che non trovavano sempre una collocazione chiara nella normativa finanziaria tradizionale. In entrambi i casi, tuttavia, emerge una stessa esigenza vale a dire ridurre la distanza tra l'esistenza formale di una regola e la sua capacità di produrre effetti sul mercato.[84]

2.4.1 Armonizzazione e costi compliance

Un primo elemento di valutazione riguarda il rapporto tra armonizzazione e costo della regolamentazione. Regole più uniformi possono facilitare l'attività transfrontaliera e ridurre la necessità per gli operatori di adattarsi continuamente a interpretazioni e prassi nazionali differenti. Questo rappresenta un vantaggio soprattutto in mercati digitali, nei quali il servizio può essere offerto contemporaneamente in più Stati membri.[85]
Tuttavia, l'armonizzazione non significa necessariamente che la regolamentazione diventi meno costosa. I nuovi quadri europei richiedono investimenti in capitale, sistemi informatici, governance, sicurezza, procedure interne e controlli. La valutazione non può quindi fermarsi alla quantità degli obblighi introdotti, ma deve considerare ciò che tali obblighi permettono di ottenere.
Un costo regolamentare può essere economicamente giustificato se riduce in misura maggiore le perdite che derivano da frodi, fallimenti degli intermediari o comportamenti opportunistici. Il problema sussiste quando lo stesso costo produce effetti molto diversi a seconda della dimensione dell'operatore. Un requisito fisso può essere relativamente modesto per una grande banca e molto più gravoso per una piccola FinTech.[86]
Da qui emerge un possibile effetto controintuitivo della regolamentazione: una disciplina pensata per aumentare sicurezza e concorrenza può, se non adeguatamente proporzionata, rendere più difficile l'ingresso degli operatori che dovrebbe contribuire a proteggere e favorire. Quindi la proporzionalità assume anche una funzione concorrenziale: non consiste

[83] D.lgs. 5 settembre 2024, n. 129, cit., art.4; Consob e Banca d'Italia (2024), *Riparto competenze tra Consob e Banca d'Italia nell'applicazione di MiCAR,* cit
[84] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit.; Regolamento (UE) 2023/1114, cit., considerando 5-6
[85] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit.; Regolamento (UE) 2023/1114, cit., considerando 5 e 12
[86] Commissione europea (2023), SWD (2023) 231 final, cit

nell'applicare meno regole ai soggetti più piccoli, ma nell'evitare che obblighi non giustificati possono diventare barriere all'ingresso.
Il problema non è quindi stabilire se la regolamentazione sia costosa in assoluto, ma se il costo aggiuntivo imposto agli operatori sia proporzionato al rischio che si intende ridurre.

2.4.2 Neutralità tecnologica e sovrapposizione normativa

Il principio della neutralità tecnologica acquista particolare importanza quando nuovi prodotti iniziano a svolgere funzione già conosciute dall'ordinamento. L'utilizzo di una DLT non dovrebbe determinare, da solo, né un trattamento più favorevole né un trattamento più severo rispetto a un'attività tradizionale economicamente equivalente.[87]
Il caso degli EMT rende evidente questa esigenza. Quando un token viene utilizzato per svolgere una funzione di pagamento, i rischi per l'utente non scompaiono per il solo fatto che il trasferimento avvenga mediante una DLT. Allo stesso tempo, ciò non significa che ogni regola costruita per i pagamenti tradizionali debba essere trasferita automaticamente alle operazioni su DLT.[88]
La neutralità tecnologica non richiede quindi necessariamente di regole identiche, ma livelli di protezione equivalenti rispetto a rischi equivalenti. Se le caratteristiche tecniche dell'attività sono diverse, anche gli strumenti regolamentari possono esserlo, purché il risultato in termini di tutela rimanga comparabile.
Da questo punto nasce però anche il rischio opposto. la sovrapposizione. Quando MiCA e disciplina dei pagamenti intervengono contemporaneamente sulla stessa attività, la presenza di più norme non garantisce automaticamente una maggiore tutela. Se due regimi impongono requisiti patrimoniali, organizzativi o autorizzativi per coprire sostanzialmente lo stesso rischio, il costo può aumentare senza un beneficio proporzionale.[89]
Tale problema dell'*over-regulation* non deriva quindi dal numero elevato di norme in sé, ma la duplicazione di presidi che perseguono la stessa funzione senza essere adeguatamente coordinati.[90]

2.4.3 Verso una regolazione funzione e basata sul rischio

Dal nuovo quadro regolamentare emerge infine una tendenza verso una disciplina sempre meno legata esclusivamente alla natura formale dell'operatore. Sapere se un soggetto sia una banca, un istituto di pagamento o un CASP rimane importante, ma non è sufficiente per comprendere quale disciplina debba trovare applicazione.
Diventano sempre più rilevanti la funzione svolta e il rischio concretamente generato. E ciò che avviene nella distinzione tra le diverse categorie di cripto-attività, nella maggiore intensità dei presidi prevista per ART ed EMT, nella qualificazione degli EMT anche come moneta elettronica e nella distribuzione delle competenze di vigilanza tra Banca d'Italia e Consob.[91]
Questo approccio rende la regolamentazione più flessibile rispetto all'evoluzione tecnologica, ma produce anche una nuova difficoltà perché più ci si allontana da categorie formali rigide, tanto più importante diventa stabilire correttamente che cosa un prodotto o un servizio svolga realmente. La qualificazione giuridica assume quindi un valore economico concreto,

[87] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., considerando 9
[88] European Banking Authority -EBA (2025), *Opinion of the European Banking Authority on the interplay between Directive EU 2015/2366 (PSD2) and Regulation (EU) 2023/1114 (MiCA) in relation to crypto-asset service providers that transact electronic money tokens*, EBA/Op/2025/08, 10 giugno 2025
[89] EBA (2025), EBA/Op/2025/08, cit
[90] Banca d'Italia (2025), Interconnessione tra MiCAR e PSD2- Comunicazione per gli operatori, 4 settembre 2025
[91] Regolamento (UE) 2023/1114, cit., artt. 3, 35-38 e 48-50; d.lgs. 5 settembre 2024, n. 129, cit., artt. 12, 14 e 17

perché da essa dipendono autorizzazioni, capitale, obblighi di condotta e costi sostenuti dagli operatori.
La certezza del diritto non dipende soltanto dall'esistenza di norme europee uniformi, ma anche dalla capacità delle autorità di interpretarle in modo convergente È per questo che assumono rilievo gli orientamenti ESMA sul confine MiCA-MiFID e quelli EBA sull' interazione tra MiCA e disciplina dei pagamenti.[92]
Nel complesso, il nuovo assetto europeo sembra quindi spostare il problema regolamentare dall'assenza di regole al loro coordinamento. La sfida non consiste più soltanto nel colmare vuoti normativi, ma nel garantire che obblighi diversi intervengano su rischi effettivamente rilevanti senza produrre duplicazioni o costi sproporzionati. In questa prospettiva, proporzionalità, neutralità tecnologica e regolazione basata sul rischio diventano elementi essenziali per conciliare tutela del mercato, stabilità e possibilità di innovazione.

Capitolo 3
L'INTEGRAZIONE TRA CRIPTO-ATTIVITA' E SERVIZI DI PAGAMENTO: CRITICITA' E PROSPETTIVE DEL QUADRO EUROPEO

La progressiva digitalizzazione della finanza rende sempre meno netta la separazione tra il mercato delle cripto-attività e quello dei servizi di pagamento e, di conseguenza, più complessa l'individuazione della disciplina applicabile. Finché una cripto-attività viene utilizzata principalmente come oggetto di investimento o di negoziazione, l'individuazione del regime applicabile può essere ricondotta soprattutto al suo inquadramento all'interno o all'esterno del perimetro MiCA. La questione diventa più complessa quando lo stesso strumento viene utilizzato per trasferire valore tra soggetti e assume quindi una funzione economicamente vicina a quella monetaria. Non si tratta più soltanto di stabilire la disciplina applicabile a una determinata categoria di cripto-attività, ma di comprendere le conseguenze giuridiche quando una stessa attività presenta contemporaneamente caratteristiche proprie del mercato cripto-attività e del mercato dei pagamenti. La qualificazione giuridica produce conseguenze concrete: determina quali autorizzazioni siano necessarie, quali requisiti prudenziali debbano essere rispettati, quali tutele spettino al cliente e quali costi debba sostenere l'operatore. Gli *electronic money token* (EMT) rappresentano il caso più evidente di questa convergenza. Il regolamento MiCA li disciplina come una specifica categoria di cripto-attività ma nello stesso tempo li qualifica come moneta elettronica. A sua volta, la PSD2 include la moneta elettronica nella nozione di fondi[93] Ne deriva che l'EMT non può essere considerato solo alla luce della tecnologia impiegata, ma a seconda dell'uso che ne viene fatto e del ruolo assunto dall'intermediario, può entrare nel perimetro della disciplina dei pagamenti. È proprio questa interazione ad aver richiesto l'intervento dell'EBA e, successivamente, specifiche indicazioni operative da parte della Banca d'Italia.

3.1 Gli EMT tra MiCA e disciplina dei pagamenti: dalla qualificazione dello strumento alla qualificazione dell'attività

La natura degli EMT potrebbe far pensare, in un primo momento, a una loro riconduzione al sistema dei pagamenti. Tuttavia, la qualificazione di EMT come moneta elettronica non implica che ogni attività nella quale esso viene utilizzato costituisca necessariamente un

[92] ESMA (2024), Final Report- Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, cit.; EBA (2025), EBA/Op/2025/08, cit
[93] Regolamento (UE) 2023/1114 (MiCA), cit., art. 48, par.2; Direttiva (UE) 2015/2366 (PSD2), cit., art.4, n. 25; EBA (2025), EBA/Op/2025/08, cit

servizio di pagamento. Per individuare il regime applicabile è necessario osservare anche la funzione concretamente svolta dall'operatore.
L'Opinion pubblicata dall'EBA il 10 giugno 2025 ha chiarito alcuni principali problemi derivanti dall'interazione tra PSD2 e MiCA. L'Autorità parte dalla constatazione che il quadro normativo lasciava spazio a interpretazioni differenti proprio perché MiCA aveva disciplinato servizi relativi agli EMT senza risolvere integralmente il loro rapporto con la normativa sui pagamenti. L'incertezza non era solo teorica: una diversa qualificazione nei singoli Stati membri avrebbe potuto determinare obblighi autorizzativi differenti per operatori che svolgevano attività sostanzialmente analoghe.
Il primo caso riguarda il trasferimento di EMT per conto del cliente. Quando il CASP trasferisce EMT per conto del cliente, l'EBA raccomanda alle autorità nazionali di considerare tale attività come servizio di pagamento. In Italia, la Banca d'Italia ha recepito operativamente questa impostazione, qualificando il servizio di trasferimento di EMT come equivalente al servizio di esecuzione di operazioni di pagamento disciplinato dal TUB.[94]
La rilevanza di questa qualificazione non dipende semplicemente dal fatto che l'EMT abbia un valore monetario. Ciò che avvicina l'attività al pagamento è il ruolo assunto dall'intermediario: il CASP non si limita a offrire un *asset* o a metterlo in negoziazione, ma interviene nel trasferimento di valore effettuato per conto dell'utente. Dal punto di vista economico, il rapporto comincia quindi ad assomigliare a quello esistente tra un utilizzatore e un prestatore di servizi di pagamento. Emergono problemi di corretta esecuzione, autenticazione, frode e protezione del cliente che non scompaiono per il solo fatto che il trasferimento venga registrato su una DLT.
Lo stesso problema si presenta nel caso della custodia. Un *wallet* che si limita a conservare una cripto-attività non svolge necessariamente una funzione di pagamento. Infatti, quando il *custodial wallet* consente all'utente di ricevere e trasferire EMT da e verso altri soggetti terzi, allora esso ha una funzione più vicina a quella di conto utilizzabile per l'esecuzione di operazioni di pagamento. Ai fini della disciplina nazionale, la Banca d'Italia, seguendo l'*Opinion* EBA, considera infatti tale *wallet* equivalente a un conto di pagamento.[95]
La distinzione è importante perché mostra che il diritto non può limitarsi alla denominazione tecnica dello strumento. *"Wallet"* e "conto di pagamento" appartengono a categorie tecnologicamente differenti, ma possono svolgere funzioni economicamente comparabili. Tuttavia, ciò non significa che il *custodial wallet* debba essere assimilato a un conto bancario tradizionale. La Banca d'Italia precisa che l'equivalenza non comporta automaticamente l'assimilazione agli specifici strumenti di pagamento tradizionali. Infatti, la neutralità tecnologica richiede che rischi economicamente equivalenti ricevano una tutela comparabile: non è necessario che il mezzo attraverso il quale quella tutela viene realizzata sia identico. Una *blockchain* può modificare le modalità di regolamento, la disponibilità preventiva delle informazioni, e la struttura dei costi della transazione. La necessità di guardare la funzione concretamente svolta emerge anche dalle attività che, pur coinvolgendo EMT, non vengono qualificate come servizi di pagamento. La Banca d'Italia, sulla base dell'*Opinion* EBA, esclude infatti lo scambio di cripto-attività con fondi e lo scambio tra cripto-attività; anche l'intermediazione nell'acquisto di una cripto-attività mediante EMT non viene considerata un servizio di pagamento.
Il criterio seguito appare quindi sostanziale. La mera presenza dell'EMT non è sufficiente. Occorre chiedersi se l'intermediario stia trasferendo fondi per conto del cliente, oppure stia svolgendo principalmente un'attività di scambio. Nel primo caso la funzione di pagamento

[94] EBA (2025), EBA/Op/2025/08, cit.; Banca d'Italia (2025), Comunicazione per gli operatori- Interconnessione tra MiCAR e PSD2, 4 settembre 2025
[95] EBA (2025), EBA/Op/2025/08, cit.; Banca d'Italia (2025), Comunicazione per gli operatori- Interconnessione tra MiCAR e PSD2, cit

diventa centrale; nel secondo rimane prevalente la funzione di negoziazione della cripto-attività. Questa distinzione evita due risultati opposti, ma ugualmente problematici. Se ogni operazione in EMT fosse considerata estranea alla disciplina dei pagamenti, sarebbe possibile offrire attività economicamente equivalenti a pagamenti senza le relative garanzie. Al contrario, qualificare come pagamento qualsiasi operazione nella quale compaia un EMT produrrebbe un'espansione eccessiva del perimetro della disciplina dei pagamenti, sottoponendo ai requisiti tipici dei servizi di pagamento anche attività che hanno natura principalmente commerciale o di scambio. Questo permette di capire perché la qualificazione giuridica dello strumento, pur necessaria, non sia sufficiente. Il processo avviene su due livelli: prima si identifica la natura dell'*asset*; successivamente si qualifica l'attività svolta con quell'*asset*. È soprattutto questo secondo livello a determinare le conseguenze autorizzative per il CASP.

L'evoluzione del PSR sembra confermare questa impostazione. Nel testo finale di compromesso del Consiglio del 17 aprile 2026, gli EMT vengono espressamente inclusi nella nozione di "*funds*", mentre viene prevista una disciplina specifica per le operazioni di pagamento regolate mediante EMT su DLT. Il passaggio dagli orientamenti EBA alla successiva evoluzione del PSR mostra quindi una trasformazione del problema. Inizialmente la questione riguardava soprattutto se determinate attività relative agli EMT dovessero rientrare nella disciplina dei pagamenti; progressivamente, il problema si sposta sul modo in cui tale disciplina debba essere applicata senza ignorare le caratteristiche specifiche della DLT. La regolazione tende così a guardare sempre più alla funzione concretamente svolta e al rischio generato dal servizio.[96]

Tuttavia, questa maggiore flessibilità ha anche un costo: rende più complessa l'individuazione ex ante del regime applicabile. Una volta riconosciuto che il medesimo CASP può operare, a seconda dell'attività svolta, sia come prestatore di servizi per le cripto-attività sia come prestatore di servizi di pagamento, emerge infatti il problema successivo: la possibile sovrapposizione delle autorizzazioni e degli obblighi.

3.2 Doppia autorizzazione e costi di *compliance*: quando la tutela diventa cumulativa

Quando un servizio relativo agli EMT viene qualificato come servizio di pagamento, l'autorizzazione ottenuta dal CASP ai sensi di MiCA può non essere sufficiente. Le indicazioni della Banca d'Italia, formulate sulla base dell'*Opinion* dell'EBA del giugno 2025, prevedono infatti che l'operatore ottenga anche un'autorizzazione come prestatore di servizi di pagamento oppure operi attraverso una partnership con un PSP già autorizzato.

La doppia autorizzazione risponde all'esigenza di evitare che servizi economicamente assimilabili ai pagamenti siano prestati senza le garanzie previste per questo settore. Tuttavia, MiCA e PSD2 non intervengono sempre su rischi completamente differenti. Quando i relativi obblighi si sovrappongono, il problema diventa stabilire se la maggiore intensità regolamentare produca effettivamente una tutela aggiuntiva o determini solo una duplicazione dei costi.[97]

L'effetto è evidente sul piano prudenziale. La Banca d'Italia propone come esempio il caso di un CASP che presta servizi di custodia e trasferimento di cripto-attività, compresi EMT qualificabili come servizi di pagamento. Nell'ipotesi considerata, ai 150.000 euro richiesti nell'ambito di MiCA si aggiungono anche 125.000 euro riferiti alla disciplina dei servizi di

[96] Consiglio dell'Unione europea (2026), doc. 8221/26, Proposal for a Regulation on payment services in the internal market- Confirmation of the Final Compromise text with a view to agreement, Bruxelles, 17 aprile 2026, art.2, n. 30 e art. 67a

[97] Regolamento (UE) 2023/1114 (MiCA), cit., art. 70, par.4; EBA/Op/2025/08, cit.; Banca d'Italia (2025), Comunicazione per gli operatori- Interconnessione tra MiCAR e PSD2, cit

pagamento, di conseguenza con un requisito complessivo pari a 275.000 euro.[98] Questo dato non costituisce una soglia applicabile indistintamente a tutti gli operatori, ma mostra concretamente come la sovrapposizione normativa possa tradursi in un maggiore fabbisogno di capitale.

Tale cumulazione non deve però essere considerata automaticamente inefficiente, perché se i due requisiti sono destinati a coprire rischi differenti allora la loro contemporanea applicazione può essere giustificata. Il problema emerge, invece, quando obblighi differenti intervengono sullo stesso rischio senza produrre una corrispondente riduzione dell'esposizione. *L'over-regulation* non dipende quindi dal numero delle norme in sé, bensì dalla duplicazione di presidi aventi la stessa funzione.[99]

La questione assume anche una dimensione concorrenziale. I costi autorizzativi, organizzativi e patrimoniali presentano in larga parte una componente fissa e possono quindi incidere maggiormente su un CASP di dimensioni ridotte rispetto a una banca o a un intermediario già dotato delle strutture necessarie per rispettare la disciplina dei pagamenti. Ciò significa che requisiti elevati possono aumentare la solidità degli operatori ammessi al mercato, ma contemporaneamente possono innalzare le barriere all'ingresso e ridurre la pressione concorrenziale esercitata dalle imprese *FinTech*.

La ricerca di un *level playing field* deve quindi evitare due risultati opposti. Una disciplina troppo debole per i CASP potrebbe creare un vantaggio regolamentare rispetto ai PSP tradizionali; una sovrapposizione eccessiva potrebbe invece penalizzare proprio i nuovi operatori che la regolamentazione europea intende integrare nel mercato.

La posizione dell'EBA può essere letta in questa prospettiva: non si tratta di eliminare le tutele previste dalla disciplina dei pagamenti, ma di coordinare i due regimi mantenendo i presidi necessari per la sicurezza delle operazioni, la protezione dell'utente e la solidità dell'intermediario, evitando al tempo stesso di imporre due volte obblighi che perseguono la stessa finalità. L'EBA evidenzia infatti che la doppia autorizzazione può generare oneri sproporzionati e sovrapposizioni normative, senza tuttavia ritenere che la sola autorizzazione MiCA sia sufficiente a coprire tutti i rischi connessi ai servizi di pagamento in EMT.

3.3 *Stablecoins* e pagamenti transfrontalieri: efficienza promessa e costi effettivi

La crescente integrazione tra cripto-attività e servizi di pagamento non riguarda soltanto la qualificazione giuridica degli operatori, ma anche la possibilità che strumenti digitali a valore stabile assumano una funzione sempre più rilevante nei trasferimenti di denaro. In questo ambito, particolare attenzione è rivolta alle *stablecoin*s e, nell'ambito di MiCA, soprattutto agli EMT ancorati al valore di una valuta ufficiale. La relativa stabilità di questi ultimi rispetto alle cripto-attività caratterizzate da una più elevata volatilità li rende maggiormente adatti a essere utilizzati come mezzo di trasferimento del valore, soprattutto nei pagamenti transfrontalieri.

L'interesse economico deriva anche dalle inefficienze che ancora caratterizzano alcuni segmenti dei pagamenti internazionali. Il problema è particolarmente evidente nel mercato delle rimesse, dove il trasferimento di importi ridotti può comportare commissioni elevate. Secondo i dati riportati dalla Banca d'Italia, trasferire 200 dollari verso alcuni paesi dell'Africa subsahariana può costare oltre 20 dollari; la riduzione del costo delle rimesse verso

[98] Banca d'Italia (2025), Comunicazione per gli operatori- Interconnessione tra MiCAR e PSD2, cit., Allegato 1, esempio di calcolo del requisito prudenziale

[99] EBA (2025), EBA/Op/2025/08, cit

l'obiettivo del 3 per cento fissato a livello internazionale potrebbe quindi generare risparmi rilevanti per gli utilizzatori.[100]

È proprio in questo contesto che le *stablecoins* possono apparire come un'alternativa ai canali tradizionali. La possibilità di trasferire token mediante infrastrutture digitali accessibili su scala globale può ridurre alcuni passaggi intermedi e rendere la stessa operazione più rapida. Inoltre, nelle economie caratterizzate da valute deboli o da infrastrutture finanziarie poco sviluppate, tali strumenti possono offrire la possibilità di detenere un'attività collegata a una valuta estera più stabile. Tuttavia, il vantaggio tecnologico non coincide necessariamente con un vantaggio economico complessivo.

La valutazione del costo non può infatti considerare soltanto la commissione necessaria per registrare il trasferimento sulla *block*chain. Affinché l'utente possa effettuare e ricevere concretamente il pagamento, è spesso necessario convertire la valuta tradizionale in *stablecoins* e, successivamente, riconvertirla nella valuta utilizzabile dal beneficiario. Le commissioni di *on-ramp* e *off-ramp*, gli eventuali costi di conversione valutaria e gli spread applicati dagli intermediari concorrono quindi alla determinazione del costo effettivo dell'operazione.[101]

Questo elemento modifica sensibilmente il confronto con i sistemi tradizionali. Un'analisi preliminare richiamata dalla Banca d'Italia non individua un vantaggio di costo sistematico delle *stablecoins*, poiché l'onerosità varia significativamente a seconda del corridoio di pagamento e, in alcuni casi, il costo complessivo può raggiungere il 9 per cento della somma trasferita.[102] Le evidenze disponibili non sono comunque univoche: in alcuni mercati le *stablecoins* risultano meno costose rispetto ai canali tradizionali, mentre in altri il beneficio appare più limitato.

Ne deriva che la maggiore efficienza della *stablecoins* non può essere affermata in termini generali. Occorre valutare il costo *end-to-end* del pagamento, cioè l'intero processo che va dalla disponibilità iniziale del pagatore fino alla disponibilità effettivamente utilizzabile dal beneficiario.[103] Una transazione *on-chain* molto economica può risultare meno conveniente una volta considerate le fasi di ingresso e uscita dall'ecosistema cripto. Al contrario, in determinati corridoi caratterizzati da intermediari numerosi, tempi lunghi e commissioni elevate, la riduzione dei passaggi può produrre un vantaggio economico effettivo.

L'analisi dei costi deve includere anche i rischi che non trovano immediata rappresentazione nel prezzo della transazione. L'utilizzo delle *stablecoins* come mezzo di pagamento comporta infatti profili di rischio che vanno oltre il costo monetario dell'operazione. La possibilità di trasferire valore rapidamente non elimina infatti i problemi relativi alla stabilità dello strumento, alla convertibilità e alla sicurezza operativa. La Banca d'Italia richiama, tra i principali profili di rischio, le possibili "corse ai riscatti", le perdite derivanti da errori operativi o attacchi informatici e, soprattutto nelle economie più piccole, le conseguenze che una diffusione significativa di strumenti denominati in valuta estera potrebbe produrre sulla sovranità monetaria. In questo senso, il vantaggio offerto dalla rapidità del trasferimento deve essere valutato insieme alla capacità dello strumento di mantenere stabilmente il proprio valore e di garantire il rimborso agli utilizzatori.

Inoltre, il confronto con i sistemi tradizionali non è statico. Anche le infrastrutture di pagamenti stanno attraversando un processo di innovazione volto a ridurre i tempi e i costi delle operazioni transfrontaliere. Il collegamento tra sistemi di pagamento istantanei e

[100] Panetta F. (2026), Dall' interconnessione alla stabilità: lo sviluppo dei pagamenti transfrontalieri in un mondo frammentato, intervento presso l'Ambasciata d'Italia nel Regno Unito, "Cross-border payments at a turning point", Londra, 5 maggio 2026

[101] Panetta F. (2026), Dall' interconnessione alla stabilità…, cit

[102] Panetta F. (2026), Dall' interconnessione alla stabilità…, cit

[103] Panetta F. (2026), Dall' interconnessione alla stabilità…, cit

l'adozione di standard comuni, come ISO 20022, mirano a migliorare l'interoperabilità tra intermediari e infrastrutture, riducendo gli interventi manuali e accelerando il trattamento delle transazioni. La Banca d'Italia evidenzia infatti come una maggiore armonizzazione dei dati possa migliorare l'efficienza, ridurre i costi e rafforzare anche i controlli in materia di frodi e gestione dei rischi.[104]
La valutazione economica delle *stablecoins* deve pertanto andare oltre la sola innovazione tecnologica. Velocità della transazione, costo complessivo, convertibilità, sicurezza e stabilità del valore devono essere considerate congiuntamente. È proprio questa pluralità di fattori a spiegare perché l'evoluzione europea non sia orientata né a impedire l'utilizzo delle *stablecoins* nei pagamenti né a considerarle automaticamente superiori alle infrastrutture esistenti, ma piuttosto a inserirle in un quadro nel quale l'innovazione possa svilupparsi senza trasferire sugli utenti o sul sistema monetario rischi non adeguatamente presidiati.

3.4 Euro digitale e nuovo equilibrio tra moneta pubblica e privata

La diffusione delle *stablecoins* e, più in generale, la progressiva digitalizzazione dei pagamenti pongono una questione che va oltre la regolazione dei singoli operatori: quale ruolo debba continuare ad avere la moneta pubblica in un sistema nel quale una quota crescente delle transazioni viene effettuata mediante strumenti digitali privati. In questo contesto si inserisce il progetto dell'euro digitale, che non deve essere considerato come una semplice alternativa pubblica alle *stablecoins*.[105]
La differenza principale riguarda la natura dell'emittente e del rischio assunto dall'utilizzatore: nel caso degli EMT, lo strumento costituisce una passività dell'emittente privato e la sua stabilità dipende dalla capacità dell'emittente di garantirne la convertibilità, mentre l'eventuale euro digitale rappresenterebbe una passività diretta della banca centrale e quindi una forma digitale di moneta pubblica.
Con il progressivo cambiamento delle abitudini di pagamento, aumenta anche la rilevanza di questa distinzione. Dai dati richiamati dalla Banca d'Italia emerge che nell'area euro la quota delle transazioni effettuate in contanti è diminuita dal 79 per cento nel 2016 al 52 per cento nel 2024. Parallelamente, tra il 2019 e il 2024 la quota del valore delle transazioni effettuate *online* è passata dal 18 al 36 per cento. Questi dati mostrano come una parte crescente dei pagamenti non possa essere regolata direttamente attraverso la forma di moneta pubblica attualmente accessibile ai cittadini, cioè il contante. Il progetto dell'euro digitale risponde quindi anche all' esigenza di preservare la presenza della moneta di banca centrale in un ambiente nel quale i pagamenti si spostano progressivamente verso canali digitali.[106]
Il problema non riguarda solo la tecnologia utilizzata per effettuare il pagamento, ma l'equilibrio esistente tra moneta pubblica e moneta privata. Nel sistema attuale, i depositi bancari e la moneta elettronica svolgono una funzione essenziale nei pagamenti, mentre la moneta di banca centrale rappresenta il punto di riferimento che contribuisce a mantenere l'unità del sistema monetario. L'obiettivo del progetto dell'euro digitale sarebbe quello di estendere questa funzione anche allo spazio digitale, permettendo ai cittadini di disporre di moneta pubblica anche quando il pagamento non può essere effettuato in contanti.
Questa esigenza assume particolare rilevanza anche rispetto alla crescita delle *stablecoins* denominate in valute estere, in particolare in dollari. Secondo Banca d'Italia, una diffusione significativa di *stablecoins* ancorate al dollaro nel mercato europeo potrebbe aumentare la dipendenza da strumenti collegati alla politica monetaria statunitense e indebolire, almeno

[104] Panetta F. (2026), Dall' interconnessione alla stabilità…, cit
[105] Pieroni M. (2025), Verso l'Euro Digitale, tra resistenze e opportunità, intervento presso l'Università di Firenze, 5 novembre 2025
[106] Pieroni M. (2025), Verso l'Euro Digitale…, cit

potenzialmente, l'autonomia monetaria europea. Tuttavia, il rapporto tra euro digitale e *stablecoins* non deve essere interpretato come una semplice contrapposizione tra moneta pubblica e innovazione privata. Una CBDC potrebbe rappresentare un'alternativa pubblica all' interno di un sistema nel quale continuerebbero a coesistere i depositi bancari, la moneta elettronica e strumenti digitali privati.[107]

La coesistenza di diverse forme di moneta pone un ulteriore problema economico. Un euro digitale particolarmente sicuro e facilmente utilizzabile potrebbe spingere una parte degli utenti a trasferire fondi dai depositi bancari verso la moneta della banca centrale. Se questo fenomeno assumesse dimensioni eccessivamente elevate, potrebbe ridurre la raccolta bancaria e incidere sulla capacità delle banche di finanziare l'economia. Il vantaggio derivante dall'accesso diretto a una forma digitale di moneta pubblica deve quindi essere bilanciato con il rischio di disintermediazione bancaria. Per questa ragione, nel progetto dell'euro digitale sono stati considerati strumenti quali limiti alla detenzione e meccanismi di *waterfall* e *reverse waterfall*, attraverso i quali le eccedenze potrebbero essere automaticamente trasferite tra i *wallet* in euro digitale e un conto bancario collegato.[108]

Un recente lavoro pubblicato nella collana della Banca d'Italia mostra come le scelte degli utenti possano dipendere anche da caratteristiche quali facilità d'uso, liquidità, programmabilità e *privacy*. Una CBDC può quindi risultare competitiva anche senza offrire un rendimento finanziario, se garantisce un livello elevato di affidabilità e convenienza nell'utilizzo. Ne deriva che la capacità dell'euro digitale di svolgere effettivamente una funzione di moneta pubblica dipenderà non solo dal suo status giuridico, ma anche dalla qualità concreta del servizio offerto agli utenti.[109]

Nel progetto è prevista anche la possibilità di effettuare determinate operazioni *offline*, quindi senza una connessione attiva, con un livello di riservatezza più vicino a quello del contante. Questa funzione potrebbe contribuire alla continuità dei pagamenti in presenza di *blackout*, problemi di rete o indisponibilità temporanea delle infrastrutture centrali. La resilienza diventa così parte della funzione economica dell'euro digitale e non soltanto una caratteristica tecnica aggiuntiva.[110]

L'euro digitale non elimina, dunque, la necessità delle forme private di moneta né rende necessariamente superflue le *stablecoins.* Il possibile equilibrio futuro appare piuttosto fondato sulla coesistenza tra moneta pubblica digitale e strumenti privati regolamentati, ciascuno caratterizzato da differenti livelli di rischio e funzionalità. La questione centrale diventa allora evitare due risultati opposti: una presenza pubblica troppo debole, che lasci il mercato dei pagamenti digitali dipendere prevalentemente da strumenti privati o denominati in valute estere, e un intervento pubblico eccessivamente invasivo, capace di comprimere il ruolo delle banche e dell'innovazione privata. In questo senso, l'euro digitale rappresenta non solo un nuovo possibile strumento di pagamento, ma un tentativo di adattare l'equilibrio tra moneta pubblica e privata alla trasformazione digitale del sistema finanziario.[111]

[107] Pieroni M. (2025), Verso l'Euro Digitale…, cit
[108] Pieroni M. (2025), Verso l'Euro Digitale…, cit
[109] Pericoli M. (2026), Household Allocation of the Next Generation of Digital Money, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, n. 85, Banca d'Italia, luglio 2026
[110] Pieroni M. (2025), Verso l'Euro Digitale…, cit
[111] Pieroni M. (2025), Verso l'Euro Digitale…, cit

CONCLUSIONI

L'analisi svolta mostra come la principale difficoltà del quadro europeo non sia più rappresentata dall'assenza di una disciplina applicabile ai nuovi strumenti digitali con funzione monetaria. Con MiCA e con il processo di revisione della disciplina dei pagamenti, l'Unione europea ha progressivamente ampliato il perimetro regolamentare. Il problema tende quindi a spostarsi dal rischio di un vuoto normativo a quello opposto di una stratificazione di regole, nella quale la stessa attività può essere sottoposta contemporaneamente a discipline differenti.

Il caso degli EMT rende evidente questa trasformazione. La loro qualificazione come cripto-attività e, allo stesso tempo, come moneta elettronica consente di evitare che un servizio economicamente assimilabile a un pagamento rimanga privo delle relative garanzie. Tuttavia, quando MiCA e la disciplina dei pagamenti vengono applicate cumulativamente, diventa necessario verificare se ciascun obbligo protegga effettivamente da un rischio ulteriore. Come osservato nel caso della doppia autorizzazione, infatti, la maggiore quantità di norme non determina automaticamente una maggiore tutela: se due requisiti intervengono sullo stesso rischio senza produrre un beneficio aggiuntivo, il risultato può tradursi prevalentemente in maggiori costi di *compliance* e in più elevate barriere all'ingresso.

La più recente evoluzione della disciplina dei pagamenti sembra muoversi verso una maggiore attenzione alla funzione concretamente svolta e alle specificità delle operazioni regolate mediante DLT, introducendo esclusioni e adattamenti volti a evitare un'applicazione puramente meccanica delle regole tradizionali. In questa prospettiva, la neutralità tecnologica non richiede necessariamente regole identiche, ma tutele comparabili a fronte di rischi comparabili.[112]

La medesima esigenza emerge dall'analisi economica delle *stablecoins.* La rapidità dei trasferimenti e la possibilità di ridurre alcuni intermediari possono produrre vantaggi concreti, soprattutto nei pagamenti transfrontalieri, ma tali benefici non sono uniformi. Il confronto con i canali tradizionali deve infatti considerare il costo complessivo dell'operazione, la convertibilità e i rischi trasferiti sugli utenti e sul sistema finanziario. L'innovazione tecnologica non coincide quindi necessariamente con una maggiore efficienza economica.

Il progetto dell'euro digitale permette di ampliare questa prospettiva, mostrando che la convergenza tra cripto-attività e pagamenti non riguarda solo la regolazione degli intermediari privati, ma anche il futuro equilibrio del sistema monetario. L'eventuale presenza di una forma digitale di moneta di banca centrale potrebbe infatti contribuire a mantenere disponibile la moneta pubblica in un contesto nel quale una quota crescente dei pagamenti viene effettuata *online*. Al tempo stesso, il suo disegno dovrebbe evitare effetti eccessivi sulla raccolta bancaria e sulla capacità di intermediazione del sistema finanziario. Il confronto futuro non appare pertanto destinato a risolversi nella sostituzione di una forma di moneta con un'altra, ma nella coesistenza tra depositi bancari, moneta elettronica, *stablecoins* regolamentate ed eventuale moneta digitale di banca centrale. L'emissione dell'euro digitale, peraltro, rimane subordinata all'adozione del relativo quadro legislativo europeo.[113]

Alla luce di queste considerazioni, la questione centrale non consiste nello scegliere tra regolamentazione e innovazione. Una disciplina insufficiente potrebbe lasciare scoperti rischi rilevanti per gli utenti e favorire forme di arbitraggio regolamentare; una disciplina

[112] Consiglio dell'Unione europea (2026), doc. 8221/26, Proposal for a Regulation on payment services in the internal market- Confirmation of the Final Compromise text with a view to agreement, Bruxelles, 17 aprile 2026, art. 67a e art. 108a

eccessivamente cumulativa potrebbe, al contrario, aumentare i costi di ingresso e ridurre la pressione concorrenziale esercitata dai nuovi operatori. Il parametro decisivo dovrebbe quindi essere il rapporto tra rischio aggiuntivo e costo regolamentare aggiuntivo. Se un nuovo obbligo presidia un rischio che rimarrebbe altrimenti scoperto, la sovrapposizione tra regimi può essere considerata complementare. Quando, invece, autorizzazioni o requisiti differenti perseguono sostanzialmente la stessa finalità senza produrre un incremento significativo della tutela, la pluralità normativa tende a trasformarsi in duplicazione.
In questo senso, il quadro europeo appare in grado di disciplinare la convergenza tra cripto-attività e servizi di pagamento, ma la sua efficacia dipenderà soprattutto dalla capacità di coordinare MiCA e la disciplina dei pagamenti senza trasformare la tutela in un accumulo indiscriminato di obblighi. La direzione più coerente sembra quindi quella di una regolazione sempre più funzionale e proporzionata al rischio: non meno regolazione, ma una migliore distribuzione degli obblighi in funzione dell'attività concretamente svolta e dei rischi effettivamente generati. È su questo equilibrio tra tutela, proporzionalità e innovazione che si misurerà la capacità della regolazione europea di accompagnare l'evoluzione dei pagamenti digitali senza ostacolarne lo sviluppo.

Bibliografia

Arner D.W., Barberis J., Buckley R.P. (2016), *The evolution of FinTech: A New Post-Crisis Paradigm?,* Georgetown Journal of International Law, Vol. 47, n. 4, pp. 1345-1393

Banca centrale europea (2024), *Study on the Payment Attitudes of Consumers in the Euro Area (SPACE)-2024,* Banca centrale europea

Banca d'Italia (2025), *Interconnessione tra MiCAR e PSD2- Comunicazione per gli operatori*, 4 settembre 2025

Cafarotti C., Parrini R. (2025), *Rapporto sull'Open Banking in Italia,* Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, n. 67, Banca d'Italia, ottobre 2025

Commissione europea (2018), *FinTech Action Plan: For a More Competitive and Innovative European Financial Sector,* Bruxelles

Commissione europea (2020), *Digital Finance Strategy for the EU*, Bruxelles

Commissione europea (2023), *Commission Staff Working Document-Impact Assessment Report,* SWD (2023) 231 final, Bruxelles, 28 giugno 2023

Consiglio dell'Unione europea (2026), doc. 8220/26, *Payment services package- Confirmation of the Final Compromise text with a view to agreement*, Bruxelles, 17 aprile 2026

Consiglio dell'Unione europea (2026), doc. 8221/26, *Proposal for a Regulation on payment services in the internal market- Confirmation of the Final Compromise text with a view to agreement,* Bruxelles, 17 aprile 2026

Consiglio dell'Unione europea (2026), doc. 8222/26, *Proposal for a Directive on payment services and electronic money services in the Internal Market- Confirmation of the Final Compromise text with a view to agreement*, Bruxelles, 17 aprile 2026

Consob e Banca d'Italia (2024), *Riparto competenze tra Consob e Banca d'Italia nell'applicazione di MiCAR,* Nota di sintesi, 29 ottobre 2024

Decreto legislativo 5 settembre 2024, n. 129, *Adeguamento della normativa nazionale al regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093//2010 e (UE) n. 1095/ 2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937,* G.U. Serie Generale n. 215 del 13 settembre 2024

Direttiva 2014/65/ UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II), GUUE L 173 del 12 giugno 2014, pp.349-496

Direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2015, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, GUUE L 337 del 23 dicembre 2015, pp.35-127

European Banking Authority - EBA (2025), *Opinion of the European Banking Authority on the interplay between Directive EU 2015/2366 (PSD2) and Regulation (EU) 2023/1114 (MiCA) in*

relation to crypto-asset service providers that transact electronic money tokens, EBA/Op/2025/08, 10 giugno 2025

European Securities and Markets Authority – ESMA (2024), *Final Report-Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments,* ESMA75453128700-1323, 17 dicembre 2024

Modesti P., Freitas L., Shotomiwa Q., Almehrej A. (2025) *Security Analysis of the Open Banking Account and Transaction API Protocol,* Cyber Security and Applications, Vol. 3, Article 100097

Nakamoto S. (2008), *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*

Panetta F. (2026), *Dall' interconnessione alla stabilità: lo sviluppo dei pagamenti transfrontalieri in un mondo frammentato,* intervento presso l'Ambasciata d'Italia nel Regno Unito, "Cross-border payments at a turning point", Londra, 5 maggio 2026

Pericoli M. (2026), *Household Allocation of the Next Generation of Digital Money*, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, n. 85, Banca d'Italia, luglio 2026

Pieroni M. (2025), *Verso l'Euro Digitale, tra resistenze e opportunità*, intervento presso l'Università di Firenze, 5 novembre 2025

Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività, GUUE L 150 del 9 giugno 2023, pp.40-205

Regolamento (UE) 2024/886 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 marzo 2024, per quanto riguarda i bonifici istantanei in euro, GUUE L, 2024/886, 19 marzo 2024

Sitografia

www.bancaditalia.it
www.bis.org
www.consilium.europa.eu
www.consob.it
www.eba.europa.eu
www.ecb.europa.eu
www.europeanpaymentscouncil.eu
www.esma.europa.eu
Finance - Finance - European Commission -> finance.ec.europa.eu