

## **Le piattaforme digitali di pagamento tra Web2 e Web3: le sfide evolutive nella prospettiva della Banca d'Italia**

*Armando Di Cello*

*Il presente scritto offre una panoramica essenziale circa i comportamenti e gli sviluppi attuali nel panorama finanziario e delle loro potenziali ricadute sul consumatore. Il suo scopo principale è analizzare le tendenze emergenti che influenzano i servizi bancari e di pagamento a livello nazionale ed europeo, fornendo un quadro critico per regolatori e operatori del settore.*

SOMMARIO. 1. Premessa – 2. Le piattaforme di pagamento nel Web2: rischi e mutamenti del mercato – 3. L'Euro digitale, un ponte tra Web2 e Web3 – 4. *Stablecoins*: opportunità o minaccia? – 5. Conclusioni

### **1. Premessa**

Il settore dei sistemi di pagamento sta attraversando una fase di profondo fermento, sospinto da un'intricata convergenza di fattori normativi, tecnologici e geopolitici che, nel loro insieme, ne stanno ridefinendo l'architettura e le dinamiche di funzionamento.

Negli ultimi anni, il legislatore europeo ha progressivamente abbandonato il modello della regolazione per direttive – connotata da margini di discrezionalità nel recepimento da parte degli Stati membri – per adottare un approccio legislativo di sostanziale autonomia europea, che privilegia lo strumento del regolamento. Tale scelta segna il culmine del processo di armonizzazione e si pone come condizione essenziale per garantire uniformità interpretativa, scongiurando il rischio di frammentazione giuridica e di conseguente incertezza per gli operatori economici e per i consumatori. Resta una discrezionalità in sede di applicazione dei regolamenti, in capo però alle autorità indipendenti nazionali più che agli stati membri.

Le tematiche al centro del nuovo quadro normativo europeo sui servizi di pagamento riflettono le sfide evolutive a cui il settore è chiamato a rispondere, con particolare riferimento ai modelli tecnologici consolidatisi nell'era del Web2. In primo luogo, l'innalzamento del livello di sicurezza e, per l'effetto, della fiducia riposta nell'utilizzo delle piattaforme digitali di

pagamento, perseguito attraverso un più efficace contenimento delle frodi. In secondo luogo, una riflessione circa il perimetro applicativo della disciplina, finalizzata, sia a promuovere una leale concorrenza nel settore sia a considerare rilevanti ai fini della regolamentazione anche i servizi che abilitano e/o coadiuvano la prestazione di servizi di pagamento, sempre più offerta da nuovi operatori del mercato.

Parallelamente, la diffusione delle tecnologie riconducibili al cosiddetto Web3 evidenzia divergenze profonde tra l'approccio prudenziale europeo, improntato alla tutela della stabilità finanziaria e della sovranità monetaria, e quello statunitense, orientato a favorire lo sviluppo di valute e piattaforme private per garantire indirettamente il mantenimento della supremazia globale del dollaro. Questa diversità di impostazione accentua il rischio di arbitraggio regolatorio e di vulnerabilità sistemiche, con ricadute dirette sui consumatori e sugli utenti finali.

Sintetizziamo quindi le trasformazioni in atto nelle piattaforme digitali di pagamento, distinguendo tra i modelli riconducibili al Web2 e i modelli emergenti del Web3, ove l'attenzione si concentra sulle *stablecoins* e sulle implicazioni derivanti dalla loro adozione diffusa. L'euro digitale, nella prospettiva dell'Eurosistema, si configura come elemento di cerniera, concepito per operare come ponte tra le due dimensioni e favorire un'evoluzione graduale, ordinata e coerente del mercato europeo dei pagamenti.

## **2. Le piattaforme di pagamento nel Web2: rischi e mutamenti del mercato**

L'ecosistema dei pagamenti digitali riconducibile al Web2 è oggi teatro di un'intensa trasformazione, i cui contorni sono in parte delineati dalla recente relazione biennale dell'*European Banking Authority* (EBA) sulle tendenze dei consumatori<sup>101</sup>. In particolare, il *Consumer Trends Report 2024/25* ha identificato tre aree di criticità preminenti per i consumatori dell'Unione: le frodi nei pagamenti, il crescente indebitamento e il fenomeno del *de-risking* ingiustificato. Sebbene tutte e tre le tematiche meritino attenzione, è indubbio che la lotta alle frodi mantenga una centralità assoluta in relazione all'utilizzo delle piattaforme digitali di pagamento, come peraltro confermato dall'impianto normativo e dalle finalità del nuovo pacchetto legislativo europeo composto dalla proposta di Direttiva sui Servizi di

---

<sup>101</sup> EBA CONSUMER TRENDS REPORT 2024/25, 26 March 2025.

Pagamento (PSD3) e dalla proposta di Regolamento sui Servizi di Pagamento (PSR)<sup>102</sup>.

La rilevanza del fenomeno fraudolento è suffragata dai dati. Il “Rapporto sulle operazioni di pagamento fraudolente in Italia” evidenzia come, nel primo semestre del 2024, il valore dei bonifici fraudolenti ammontasse a circa 50 milioni di euro, segnando un incremento del 67% su base annua, mentre il valore delle transazioni fraudolente con carte di pagamento si attestava a 33 milioni di euro. È interessante notare, inoltre, come la principale tipologia di frode vari a seconda dello strumento: per i bonifici, la manipolazione del pagatore ha rappresentato il 74% del valore totale delle frodi, mentre per le carte, l'emissione del pagamento da parte del frodatore (ad esempio tramite *phishing* o furto di dati) ha costituito la quasi totalità dei casi<sup>103</sup>. Questi dati non solo quantificano l'entità del problema, ma sottolineano anche la natura multiforme e la continua evoluzione delle tecniche utilizzate.

La diffusione e l'utilizzo dei sistemi digitali di pagamento è intrinsecamente connessa alla fiducia che gli utenti vi ripongono, e tale fiducia è, a sua volta, garantita dalla percezione di sicurezza<sup>104</sup>. Il contenimento delle frodi assume pertanto un ruolo cardine che impone un adeguato livello di educazione finanziaria diffusa. Su questo tema, lo stato dell'arte del dibattito dottrinale e istituzionale ha raggiunto alcuni punti fermi: in primo luogo, si è consolidata la consapevolezza che il rischio di frode è tecnologicamente ineliminabile; l'idea utopica di un sistema invulnerabile ha ceduto il passo a un approccio più pragmatico, basato sulla gestione e mitigazione del rischio. In secondo luogo, è ormai acclarato che la quasi totalità delle frodi si realizza con una compartecipazione, seppur inconsapevole, dell'utente. Tale concorso ha innescato una profonda riflessione sulla ripartizione delle responsabilità tra utenti e prestatori di servizi di pagamento, conducendo alla progressiva affermazione di un modello basato sulla responsabilità oggettiva “relativa” del PSP.

Invero, pur essendo economicamente più efficiente allocare il rischio sul PSP – in quanto soggetto meglio posizionato, in un rapporto

---

<sup>102</sup> Proposta di Regolamento sui Servizi di Pagamento del mercato interno (PSR), Considerando 3.

<sup>103</sup> Per ulteriori dettagli, si rinvia al Rapporto sulle operazioni di pagamento fraudolente in Italia - Febbraio 2025.

<sup>104</sup> The level of perceived security of payment instruments affects consumer's payment choices: C. ARANGO, V. TAYLOR, *The Role of Convenience and Risk in Consumers' Means of Payment* (Bank of Canada, Discussion Papers, 2009).

strutturalmente asimmetrico, per gestire i costi delle frodi e ribaltarli poi sulla clientela sotto forma di costi del servizio – la compartecipazione dell’utente non può essere ignorata. Il regime di responsabilità che ne deriva si presenta dunque ambivalente: da un lato, si assiste a un progressivo ampliamento degli obblighi e delle responsabilità in capo ai PSP, come testimoniato dalle nuove disposizioni del PSR in materia di frodi con furto d’identità<sup>105</sup> e di verifica della corrispondenza IBAN/beneficiario<sup>106</sup>. Dall’altro lato, si richiede all’utente un livello di diligenza che varia in funzione delle condizioni in cui il soggetto versa<sup>107</sup>: maggiore sarà il livello di vulnerabilità digitale dell’utente, minore sarà il grado di diligenza richiesto e più complesso sarà integrare lo stato della colpa grave<sup>108</sup>.

Proprio la nozione di colpa grave rappresenta uno dei nodi più delicati e controversi dell’intero impianto normativo. Trattandosi di *open-ended clause*, la sua concretizzazione è volutamente demandata all’interprete per evitare di cristallizzare in una formula rigida una casistica in perenne evoluzione e per consentire una valutazione parametrata sulle condizioni soggettive dell’utente (età, grado di alfabetizzazione digitale, vulnerabilità particolari). La scelta di optare per regole a carattere aperto – una tendenza che pare accentuarsi nel PSR – funzionale a garantire l’adattabilità del quadro normativo ai rapidi mutamenti del mercato, accresce l’esigenza di coerenza applicativa e impone di prevenire criticità specifiche: la difficoltà di assicurare l’uniformità delle decisioni a livello nazionale ed europeo; l’incertezza su quali condotte integrino la colpa grave con conseguente rischio di deresponsabilizzazione dell’utente; l’opinabilità del “fatto notorio” e l’efficacia esimente della *Strong Customer Authentication* (SCA)<sup>109</sup>.

L’applicazione di norme generali rischia di condurre a un inevitabile aumento dell’incertezza e un conseguente incremento del contenzioso che, data la difficoltà dei giudici togati a tenere il passo con la

---

<sup>105</sup> *Payment Services Regulation* (PSR), art. 59.

<sup>106</sup> *Payment Services Regulation* (PSR), artt. 50 e 57.

<sup>107</sup> O. BEN-SHAHAR, A. PORAT, *Personalized Law. Different Rules for Different People* (New York: Oxford University Press, 2021).

<sup>108</sup> PAGLIETTI, M. CECILIA, & RABITTI, M., “*A Matter of Time. Digital-Financial Consumers’ Vulnerability in the Retail Payments Market*”, *European Business Law Review*, vol. 33, no. Issue 4, 2022, pp. 581-606.

<sup>109</sup> L’esperienza ha infatti dimostrato come la SCA, pur avendo drasticamente ridotto le frodi basate sul furto di credenziali, sia inefficace contro tecniche di *social engineering* più sofisticate, come lo *spoofing*, in cui è l’utente stesso ad autorizzare, con tutti i crismi della sicurezza, un’operazione fraudolenta.

rapida obsolescenza normativa e tecnologica in materia, si riverserà in misura crescente sugli organismi di risoluzione alternativa delle controversie (ADR), come l'Arbitro Bancario Finanziario, aumentando il carico istruttorio e decisionale per le stesse autorità di vigilanza. Invero, l'assenza di indirizzi condivisi consolidati su queste tematiche e l'ampliamento della discrezionalità interpretativa di autorità, giudici e ADR può tradursi in decisioni non allineate, con effetti di frammentazione, incertezza e possibili distorsioni del *level playing field*. Al fine di mitigare tale rischio, il pacchetto di riforma attribuisce un ruolo centrale agli atti di regolazione secondaria e di *soft law* (RTS, linee guida)<sup>110</sup> nonché a meccanismi stragiudiziali, spostando l'attenzione sulla governance e sull'uniformità dell'*enforcement*<sup>111</sup>.

Accanto alla sfida della sicurezza, il mercato del Web2 delle piattaforme digitali di pagamento è caratterizzato dalla crescente presenza di nuovi operatori e servizi<sup>112</sup>. La proposta di revisione della PSD2 mira a perfezionare il quadro esistente per rispondere alle nuove dinamiche competitive, tentando di perseguire un miglioramento del funzionamento dell'*open banking* e garantendo l'accesso ai sistemi di pagamento anche a PSP non bancari, al fine di promuovere una concorrenza equa<sup>113</sup>.

La trasformazione del perimetro competitivo è resa inoltre ulteriormente evidente dal crescente ruolo nel settore delle grandi imprese tecnologiche (*BigTech*), che agiscono non solo come fornitori di tecnologie ma sempre più come erogatori diretti di soluzioni di pagamento. Peraltro, l'imprescindibilità dei servizi tecnici a supporto delle piattaforme determina oramai un rapporto di integrazione talmente pervasivo da rendere complesso tracciare una netta linea di confine tra servizio di pagamento in senso stretto e servizio tecnico a supporto. Tale circostanza, ha reso necessario procedere ad un inquadramento specifico dei servizi tecnici al fine di valutare se e quando sia adeguato estendere l'applicazione della disciplina anche alle *BigTech*<sup>114</sup>.

---

<sup>110</sup> Proposta di Regolamento sui Servizi di Pagamento del mercato interno (PSR), Considerando 139.

<sup>111</sup> Sul punto si veda PAGLIETTI, M. CECILIA, "Towards a European Retail Payment Law. The Role of Private Law", *European Business Law Review*, vol. 36, no. Issue 5, 2025, pp. 675-694.

<sup>112</sup> Proposta di Regolamento sui Servizi di Pagamento del mercato interno (PSR), Considerando 1.

<sup>113</sup> Proposta di Regolamento sui Servizi di Pagamento del mercato interno (PSR), Considerando 31, 32, 34.

<sup>114</sup> SUARDI, M., "Revisione della PSD2 e coordinamento con il MiCAR: evoluzione o rivoluzione della

Un esempio concreto è offerto dalla diffusione dei portafogli digitali (o *digital wallet*) e dei servizi connessi alla tokenizzazione degli strumenti di pagamento su dispositivi mobili, impiegati nei pagamenti online e *contactless* presso il *Point of Interaction (POI)*. La distinzione più comune è tra *wallet pass-through*, che si limitano a tokenizzare uno strumento di pagamento esistente (es. una carta), e *wallet staged*, nei quali l'utente detiene fondi per operazioni future. I primi sono considerati servizi tecnici e quindi, in linea di principio, esclusi dalla regolamentazione (pur vedendosi applicare specifiche disposizioni)<sup>115</sup>; i secondi, invece, rientrando all'interno della definizione di "strumento di pagamento" e "servizio di pagamento"<sup>116</sup>, sono soggetti all'applicazione integrale della disciplina.

L'analisi dell'assetto applicativo dei servizi di pagamento nel quadro di revisione della PSD2 mostra pertanto come la frontiera regolatoria si stia spostando verso l'intersezione tra funzioni di pagamento e servizi tecnologici abilitanti. In questo snodo, i *technical service provider* rappresentano uno dei banchi di prova principali: a fronte di un'opzione che ne conferma l'estraneità al perimetro dei servizi di pagamento, pur assoggettandoli selettivamente ad alcune regole, si è affacciata una soluzione più incisiva che, senza "finanziarizzare" i *TSP*, li ricomprende entro specifici obblighi del pacchetto PSD3/PSR. Quest'ultima prospettiva, ampliando l'orizzonte soggettivo della disciplina, ha un maggiore coefficiente innovativo, perché riconosce la rilevanza sistemica di attori non finanziari nella catena del valore dei pagamenti<sup>117</sup>.

In termini più generali, emerge con evidenza come la principale sfida per il legislatore europeo risieda proprio nella capacità di intercettare le nuove dimensioni tecnologiche e le molteplici tipologie di servizi che gravitano attorno al settore dei pagamenti. L'efficacia della futura disciplina dipenderà dall'abilità nel definire categorie giuridiche sufficientemente precise da garantire un ambiente competitivo privo di distorsioni, ma al contempo abbastanza flessibili da non essere superate dall'evoluzione del mercato.

---

*disciplina sui servizi di pagamento?"* in Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento della Banca D'Italia, n. 54, ottobre 2024.

<sup>115</sup> Proposta di Regolamento sui Servizi di Pagamento del mercato interno (PSR), art. 2(2)(i).

<sup>116</sup> PSD2, art. 4.

<sup>117</sup> Sul tema si veda Consiglio dell'Unione europea (2021), p. 11.

### 3. L'Euro digitale, un ponte tra Web2 e Web3

Alle profonde trasformazioni che stanno ridefinendo il panorama delle piattaforme digitali di pagamento si aggiunge, quale elemento di mediazione tra Web2 e Web3, il progetto dell'euro digitale. La Banca Centrale Europea, al pari di altre autorità monetarie a livello globale, sta concretamente esplorando la possibilità di emettere una propria valuta digitale (*Central Bank Digital Currency* - CBDC), sia in una forma destinata al grande pubblico (*retail*), sia in una variante per le transazioni interbancarie (*wholesale*). La finalità principale è dotare l'Eurosistema di un'ancora monetaria pubblica nell'era digitale, capace di preservare le garanzie connesse all'uso della moneta di banca centrale e, al contempo, di fungere da veicolo per l'innovazione, estendendo in modo graduale e ordinato l'uso di tecnologie a registro distribuito alle infrastrutture di pagamento.

La componente *wholesale* dell'euro digitale, in particolare, si pone come il terreno di sperimentazione più avanzato per l'integrazione delle tecnologie DLT nelle infrastrutture di pagamento critiche. Nei pagamenti all'ingrosso i meccanismi di integrazione tra DLT e moneta di banca centrale mirano a preservare l'unico ancoraggio che il diritto riconosce come *risk-free* per il *settlement*. È in questo ambito che si collocano le soluzioni esplorative avanzate da diverse banche centrali nazionali dell'Eurosistema. La Banca d'Italia, ad esempio, ha sperimentato l'interoperabilità tra l'infrastruttura di regolamento istantaneo TIPS (*TARGET Instant Payment Settlement*) e piattaforme DLT esterne, attraverso soluzioni in grado di far comunicare i sistemi su cui vengono scambiati gli asset digitali e i sistemi che forniscono servizi di regolamento in moneta di banca centrale<sup>118</sup>. In tal modo verrebbe garantito a queste operazioni di confluire nelle infrastrutture dei mercati tradizionali mantenendo la moneta "ufficiale" al centro del processo di regolamento di attività finanziariamente sempre più rilevanti.

Le architetture sperimentate nell'ambito dell'Eurosistema – in cui un evento su registro distribuito condiziona o attiva un regolamento in moneta di banca centrale nello strato *legacy* – segnalano un approccio di continuità regolatoria e di sperimentazione controllata, volto a evitare rotture brusche nel presidio dei rischi. In particolare, queste soluzioni concepiscono la DLT come strato di coordinamento e condizionalità,

---

<sup>118</sup> Per un approfondimento sul tema: paper n. 26 del 2022, "*Integration of DLTs with market infrastructures: analysis and proof of concept for a secure DiP between TIPS and DLT platforms*", in Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento della Banca D'Italia.

lasciando che la finalità finanziaria risieda comunque in ambiente sorvegliato e governato dall'autorità monetaria. Tale impostazione consente di testare benefici come la riduzione del *time-to-settle* per operazioni complesse, la possibilità di *delivery-versus-payment (DvP)* e *payment-versus-payment (PvP)* programmabili, nonché il miglioramento della trasparenza sugli stati di avanzamento delle transazioni, preservando al contempo l'integrità del perimetro prudenziale.

L'orizzonte di lungo periodo prospetta, invece, soluzioni ancora più radicali che superano la logica del "ponte" tra mondi distinti. L'ipotesi sarebbe quella di approdare a un registro condiviso e unificato in cui moneta di banca centrale, depositi commerciali e altri attivi finanziari coesistono nativamente. L'obiettivo ultimo è abbattere le frizioni strutturali del sistema finanziario e abilitare un'innovazione *end-to-end*, dal momento dell'emissione a quello del regolamento finale<sup>119</sup>.

Parallelamente all'innovazione nel comparto *wholesale*, una riflessione non meno cruciale investe il futuro dei pagamenti al dettaglio e il ruolo della moneta pubblica in un contesto di crescente digitalizzazione. Storicamente, la fiducia nel sistema monetario si basa sulla disponibilità del contante, emesso dalle banche centrali quale bene pubblico esente da rischio di credito e di liquidità. Tale funzione, che garantisce la convertibilità e la stabilità di valore anche delle valute private, è oggi messa in discussione dalla progressiva contrazione dell'uso di banconote e monete nelle transazioni quotidiane e dalla contestuale diffusione di mezzi di pagamento alternativi emessi da soggetti privati. Ciò ha maturato tra le istituzioni bancarie europee la profonda convinzione che l'assenza di una forma digitale di moneta di banca centrale al dettaglio rischi, in prospettiva, di marginalizzarne il ruolo, alterando il delicato equilibrio tra moneta pubblica e moneta privata che ha finora sostenuto la stabilità e la sovranità monetaria dell'Eurosistema.

Anche in questo caso, il progetto di un euro digitale, concepito non come mera innovazione tecnologica ma come l'evoluzione necessaria del contante per l'era digitale, si propone come possibile risposta di sistema finalizzata a mantenere la moneta di banca centrale quale *medium* di estinzione delle obbligazioni pecuniarie. L'obiettivo è quello di preservare l'accesso diretto dei cittadini a un mezzo di pagamento pubblico, sicuro e

---

<sup>119</sup> La strategia dualistica dell'Eurosistema è stata delineata nel corso dei lavori esplorativi sulle nuove tecnologie per il regolamento all'ingrosso della moneta della banca centrale, di cui al report: <<https://www.ecb.europa.eu/press/pubbydate/2025/html/ecb.exploratoryworknewtechnologies202506.it.html>>.

garante della privacy, assicurando che la moneta di banca centrale continui a svolgere la sua funzione essenziale di stabilizzazione e di unità di conto, anche in un ecosistema dominato da soluzioni di pagamento private.

#### 4. *Stablecoins*: opportunità o minaccia?

L'urgenza di un intervento pubblico europeo assume una connotazione ancor più strategica in ragione della rapida ascesa di iniziative private, in particolare delle cosiddette *stablecoins*. Questi strumenti, concepiti per mantenere un valore stabile ancorato a un asset di riferimento come una valuta fiat, si propongono quale chiave di accesso all'ecosistema decentralizzato del Web3.

A livello globale, la capitalizzazione di mercato delle *stablecoins* è cresciuta esponenzialmente, rappresentando una quota sempre più rilevante dell'intero mercato delle cripto-attività. Tuttavia, pur essendo tra i principali mezzi di regolamento in protocolli di finanza decentralizzata, il loro utilizzo con funzione di pagamento è ancora molto limitato<sup>120</sup>.

La risposta regolamentare alla diffusione di questo fenomeno ha seguito percorsi marcatamente divergenti, scavando un solco profondo tra l'approccio europeo e quello statunitense. Da un lato, l'UE si trova a dover giocare un ruolo da mediatore privilegiando un'internalizzazione *ex ante* dei rischi, attraverso la regolamentazione del mercato e il controllo della moneta (*MiCA*<sup>121</sup>, sorveglianza e integrazione dei sistemi di pagamento, euro digitale). Il regolamento *MiCA*, in particolare, riconosce che l'adozione diffusa delle *stablecoins* può generare criticità per il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e per la stessa sovranità monetaria<sup>122</sup>. Per questo, impone agli emittenti stringenti requisiti autorizzativi, patrimoniali e di governance, nonché l'obbligo di costituire e mantenere riserve di attività liquide e a basso rischio per garantire il diritto di rimborso dei possessori.

---

<sup>120</sup> Alcune stime circa l'utilizzo di *stablecoins* con funzione di pagamento sono riportate in: Boston Consulting Group, "*Stablecoins, five killer tests to gauge their potential*", 2024; nonché in "*Report on the payment attitudes of consumers in Italy: results from ECB SPACE 2024 survey*", in Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento della Banca D'Italia, n. 68 del 2025.

<sup>121</sup> Regolamento (UE) 2023/1114

<sup>122</sup> Atti del Convegno "*Il Regolamento MiCA nel contesto della disciplina bancaria e dei servizi di pagamento*" in Quaderni di Ricerca Giuridica della consulenza legale, Banca d'Italia, 29 settembre 2023.

Dall'altro lato, gli Stati Uniti appaiono favorire un approccio prevalentemente *market driven*, dove la diffusione di *stablecoins* emesse da soggetti privati, e ancorate al dollaro statunitense, viene vista non come una minaccia, ma come un veicolo per perpetuare la centralità del dollaro nell'ecosistema finanziario digitale globale (così il *Genius Act*). Questa strategia, di fatto, esternalizza l'innovazione monetaria al settore privato, puntando a mantenerne il controllo attraverso il ruolo egemonico della propria valuta.

Tuttavia, anche all'interno delle istituzioni UE emergono tensioni riguardo alcuni aspetti applicativi della regolamentazione in materia. Ne sono un esempio le recenti posizioni dell'EBA in seguito alle modifiche introdotte dalla Commissione sui requisiti di liquidità e composizione delle riserve. Anche in questo caso, il conflitto nasce dalla contrapposizione tra un approccio più flessibile e orientato al mercato e uno maggiormente prudenziale<sup>123</sup>.

Questa frammentazione regolamentare a livello internazionale solleva significative preoccupazioni<sup>124</sup>. In primo luogo, l'esistenza di regimi normativi con livelli di rigore differenti crea un evidente rischio di arbitraggio regolamentare, spingendo gli operatori a localizzare le proprie attività nelle giurisdizioni con la vigilanza meno stringente; in secondo luogo, emergono vulnerabilità sistemiche legate a modelli operativi transfrontalieri complessi, come nel caso di *multi-issuance stablecoins*. In questi paradigmi, i token sono emessi da entità uniche con sedi in giurisdizioni differenti, creando un disallineamento tra le passività di un emittente (che potrebbe essere chiamato a rimborsare token emessi all'estero) e le attività di riserva detenute localmente, esponendo i possessori europei a rischi legali, operativi e di liquidità che originano al di fuori dell'Unione<sup>125</sup>.

---

<sup>123</sup> Il riferimento è ai due Opinions – EBA/Op/2025/13 e EBA/Op/2025/14 – pubblicati il 9 ottobre 2025, in cui l'EBA critica la proposta (introdotta dalla Commissione nei drafts delle RTS) di riduzione dei vincoli di liquidità sulle riserve. Nello specifico, l'EBA sostiene che consentire agli emittenti di investire le riserve anche in asset non altamente liquidi equivarrebbe a ridurre il livello minimo di solidità imposto da MiCA, a creare incoerenze normative e rischi di arbitraggio regolamentare con il settore bancario, nonché potenziali vulnerabilità sistemiche.

<sup>124</sup> Per un confronto tra l'approccio regolamentare europeo e quello statunitense: ODINET, C., TOSATO, A., (forthcoming, 2026), "*Regulating Stablecoins: Comparing MiCAR and GENIUS Act*", Notre Dame Law Review Reflection.

<sup>125</sup> Sul tema vedi, Chiara Scotti "*Stablecoins in the Payments Ecosystem: Reflections on Responsible Innovation*", welcome address for Economics of Payments XIV Conference, Rome, 18

Le *stablecoins* promettono di aumentare l'efficienza dei pagamenti attraverso la creazione di un'infrastruttura finanziaria più aperta, capace di consentire transazioni quasi istantanee e atomiche, dove lo scambio di un bene o servizio e il relativo pagamento avvengono simultaneamente e in maniera indissolubile, annullando il rischio di controparte. L'attrattiva dei sistemi di pagamento tradizionali, pertanto, viene messa in discussione dall'emergere di tali architetture tecnologiche, caratterizzate da meccanismi di consenso e di programmazione del trasferimento di valore che si propongono come alternativi o complementari alle piattaforme digitali del Web2.

Tuttavia, è opportuno mantenere un approccio regolamentare prudente e coordinato a livello globale che consenta di evitare forme di arbitraggio regolamentare, prevenire rischi di sostituzione valutaria e tutelare la stabilità finanziaria.

## 5. Conclusioni

L'esperienza della PSD2 ha palesato come, persino in regime di armonizzazione massima, interpretazioni e applicazioni divergenti a livello nazionale possano generare frammentazione, incertezza, rischi di *forum shopping* e alterazioni del *level playing field*.

Il passaggio ad una legislazione per regolamenti è una risposta diretta a questa criticità. Tale dinamica segna il culmine del processo di armonizzazione e sposta inevitabilmente il baricentro del dibattito sull'uniformità dell'*enforcement*. L'efficacia del nuovo quadro normativo, articolato e multilivello, dipenderà non tanto dal tenore letterale della norma, quanto da una sua coerente applicazione nei mercati di ciascuno Stato membro.

Le autorità di vigilanza sono pertanto chiamate ad un'assunzione di responsabilità di cruciale importanza, che possono perseguire attraverso due direttrici concorrenti: una prima, "verticale", che consiste nell'aderire con rigore alle indicazioni interpretative fornite dalle agenzie di regolazione europee. Sebbene tali atti rientrino nella categoria della *soft law*, la loro autorevolezza tecnica e la capacità di promuovere un'applicazione uniforme li rendono un riferimento imprescindibile. Ignorarli equivarrebbe a rinunciare all'opportunità di contribuire a un mercato unico dei pagamenti

---

September 2025; o, General Secretariat of the Council of the European Union (2025), "Non-paper on EU and third country stablecoin multi-issuance"; o ancora, ARNAL J. (2025), "Multi-issuance stablecoins and MiCA's first real credibility test".

realmente integrato. Una seconda, “orizzontale”, attiene alla necessità di coordinare le diverse autorità di controllo, per dirimere preventivamente eventuali conflitti di competenze. Accordi di collaborazione e una chiara delimitazione dei rispettivi ambiti di intervento sono essenziali per non disorientare né gli operatori di mercato né i consumatori.

L’incertezza sull’effettività della tutela e sulla portata dei propri diritti rappresenta un potente disincentivo all’utilizzo di nuovi servizi, con un conseguente impatto negativo sulla domanda di innovazione e sulla gestione dei contenziosi. In un contesto in cui la rapidità dei cambiamenti tecnologici e regolamentari rende arduo per la giustizia ordinaria consolidare orientamenti giurisprudenziali stabili, il contenzioso si riverserà inevitabilmente e in misura crescente sui meccanismi di risoluzione alternativa delle controversie, come l’Arbitro Bancario Finanziario. La sfida principale, dunque, non è più solo comprendere cosa dice la norma, ma definire con chiarezza e coerenza come essa debba essere applicata, per bilanciare innovazione e stabilità, e per garantire che la transizione digitale avvenga all’insegna della certezza del diritto.