

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

OTTOBRE/DICEMBRE

2023

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista
di Diritto Bancario | dottrina
e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

L'attività degli intermediari alla luce del processo di digitalizzazione della moneta: l'assenza di una regolazione *cross-sectoral.**

SOMMARIO: 1. Digitalizzazione e disintermediazione – 2. Obblighi di fornitura dell'Euro digitale e SIEG – 3. L'incerto ambito applicativo del MiCAR – 4. Un'interpretazione estensiva della nozione di cripto attività. – 5. La mancanza di una regolazione *cross-sectoral*.

1. Digitalizzazione e disintermediazione

Il MiCAR¹, il *DLT Pilot Regime*² e il progetto di emissione della *central bank digital currency* (CBDC), oggetto di una recente Proposta

* Il presente contributo riprende con minime modifiche gli argomenti sviluppati nel *paper* “L'ampliamento dell'attività di banche e intermediari alla luce del processo di digitalizzazione della moneta: questioni aperte e possibili soluzioni”, che è stato presentato al convegno annuale dell'AEDBF (Associazione Europea per il Diritto Bancario e Finanziario) tenutosi il 7 novembre 2023 presso la sede di Milano di Banca d'Italia.

¹ REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO 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. Per un commento alla Proposta di regolamento v. F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)?*, in questa *Rivista*, 413 ss.; v. anche F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, Ottobre 2020, 1 ss., in www.dirittobancario.it.

² REGOLAMENTO (UE) 2022/858 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE. Per un commento alle disposizioni italiane di attuazione v. U. MALVAGNA, *Digital Securities: Prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot*, 20 marzo 2023, in www.dirittobancario.it; v. anche F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT*, cit., 443 ss.; P. LEOCANI, U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, A. TRANQUILLINI, *Tecnologie di registro distribuito (distributed ledger technologies – blockchain) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (security token): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato*, in questa *Rivista*, 2022, 73 ss.

di regolamento europeo³ (d'ora in poi Proposta di regolamento), si inseriscono nell'attuale progetto di digitalizzazione del sistema finanziario europeo, accelerato dalla diffusione degli *stablecoins* e di interventi normativi nazionali forieri di arbitraggi regolamentari⁴, nonché dalla pandemia che ha ridotto l'utilizzo dei pagamenti *cash*⁵.

La digitalizzazione del sistema finanziario tramite le *distributed ledger technologies* (DLTs,) è in grado di ridurre i tempi, i costi dei processi e i rischi operativi e di produrre una maggiore automatizzazione e trasparenza dei servizi di investimento⁶. L'utilizzo della DLT per l'emissione e la circolazione dell'Euro digitale, invece, permetterebbe un accesso universale ai servizi di pagamento, diminuendo anche i costi dei pagamenti *cross-border* e facilitando l'identificazione degli utenti privi di un profilo finanziario, grazie alla memorizzazione e alla condivisione dei dati delle operazioni effettuate sulla *blockchain*⁷.

La digitalizzazione della moneta pubblica e la diffusione di cripto-attività potrebbero però avere un impatto sul sistema bancario e sulla

³ Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativo all'istituzione dell'euro digitale, Bruxelles, 28.6.2023, COM (2023) 369 final, il cui testo è consultabile al seguente link: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-11605-2023-INIT/IT/pdf>. V. anche EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a Digital Euro*, 2020, 1 ss.

⁴ F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT*, cit., 414.

⁵ Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, Eurosystem, *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)*, December 2020, 21 ss.

⁶ P. LEOCANI, U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, A. TRANQUILLINI, cit., 75.

⁷ D. A. ZETZSCHE, L. ANKER-SØRENSEN, M. L. PASSADOR, A. WEHRLI, *DLT-Based Enhancement of Cross-Border Payment Efficiency – a Legal and Regulatory Perspective* – (January 12, 2021). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3984523> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3984523>, 11 ss. e 27 ss. Il coinvolgimento delle Banche Centrali per democratizzare l'accesso ai servizi deposito e di gestione di conti correnti è sostenuto da una parte della dottrina americana: v. S. T. OMAROVA, *The People's Ledger: How To Democratize Money and Finance the Economy*, in *Vanderbilt Law Review*, 2021, 1231 ss.; J. CRAWFORD, L. MENAND, M. RICKS, *FedAccounts: Digital Dollars*, in *Washington L. Rev.*, 2021, 113 ss. Tale coinvolgimento era già stato proposto da J. TOBIN, *The case for preserving regulatory distinctions*, Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1987, 167 ss.

stabilità finanziaria⁸. Ed infatti, una massiccia migrazione di depositi dal sistema bancario all'Euro Sistema, in conseguenza dell'emissione della CBDC, comporterebbe una contrazione dei flussi di credito all'economia a causa della riduzione della raccolta del risparmio bancario, dell'aumento dei costi di approvvigionamento della liquidità e del conseguente aumento dei tassi di interesse dei mutui⁹. Le stesse *esternalità* negative si produrrebbero in caso di diffuso utilizzo di forme di moneta privata quali mezzi di pagamento e riserva di valore, come i *global stablecoins*, che potrebbero persino minare il corretto meccanismo di trasmissione della politica monetaria¹⁰.

Per prevenire tali esternalità erano astrattamente possibili due approcci regolatori diametralmente opposti. In base a un primo approccio, radicale, favorevole alla disintermediazione, i maggiori costi della raccolta del risparmio avrebbero potuto essere compensati da una "agenda deregolatoria" che avrebbe diminuito i costi di *compliance* alleggerendo i requisiti prudenziali, abolendo l'assicurazione dei depositi e, infine, introducendo una normativa sulle crisi bancarie meno stringente¹¹. Secondo altri, la diminuzione dei fondi necessari alla

⁸ EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a digital euro*, cit., 16 ss.; E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *A digital euro: a contribution to the discussion on technical design choices*, in *Questioni di Economia e Finanza*, 10, 2021, 12-13; P. MOTTURA, *L'Euro digitale: sfida alla banca?*, in *Bancaria*, 2021, 2 ss.; v. R. DE BONIS, G. FERRERO, *Technological progress and institutional adaptations: the case of the central bank digital currency (CBDC)*, in *Questioni di Economia e Finanza*, 690, April 2022, 16-17.

⁹ EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a digital euro*, 16 ss.; E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 12-13; P. MOTTURA, *op. cit.*, 2 ss.; v. R. DE BONIS, G. FERRERO, *op. cit.*, 16-17. Tali possibili conseguenze sui flussi di credito all'economia sono contestate da M. K. BRUNNERMEIER, D. NIEPELT, *On the equivalence of private and public money*, in *Journal of Monetary Economics* 106(2019), 27 ss.

¹⁰ ECB CRYPTO-ASSETS TASK FORCE, *Stablecoins: Implications for monetary policy, financial stability, market infrastructure and payments, and banking supervision in the euro area*, Occasional Paper Serie, n. 247/September 2020, 19 ss.

¹¹ I. H. Y. CHIU, C. HOFMANN, *Unlimited Central Bank Digital Currency: The Case for a Public Good in the Euro Area and its Regulatory (and Deregulatory) Implications for Modern Finance* (February 27, 2023), *North Carolina Journal of International Law*, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4371897>, 43 ss.

raccolta del risparmio avrebbe potuto essere contrastata dal maggiore ricorso delle banche ai prestiti della banca centrale, la quale avrebbe potuto condizionare l'accesso alla liquidità alla canalizzazione dei flussi di credito a determinati settori dell'economia o a persone fisiche o giuridiche escluse dal sistema finanziario¹². Si tratta di tesi non condivisibili: la prima perché aumenterebbe l'instabilità bancaria, incentivando corse agli sportelli¹³, la seconda perché pone evidenti problemi di compatibilità con l'art. 127 TFUE, che attribuisce alla BCE la definizione e l'attuazione della politica monetaria dell'Unione ma non la politica economica¹⁴.

In modo condivisibile, il MiCAR e la Proposta di regolamento mantengono invece un ruolo prevalente degli intermediari nella produzione e nella distribuzione della moneta, attraendo nell'ambito dell'attività di questi ultimi la prestazione dei servizi relativi alla CBDC e alle cripto-attività. Nell'attuazione di tale scelta di *policy*, però, la Proposta di regolamento e il MiCAR sembrano creare i presupposti per arbitraggi regolamentari e aumenti dei costi operativi degli intermediari.

¹² S. OMAROVA, *op. cit.*, 1231 ss.; v. anche I. H. Y. CHIU, C. HOFMANN, *op. cit.*, 40.

¹³ V. R. DE BONIS, G. FERRERO, *op. cit.*, 14, per i quali proprio l'assicurazione dei depositi e le regole sulla risoluzione delle crisi bancarie limiterebbero la fuga dei depositanti delle banche verso i depositi in Euro digitale.

¹⁴ S. D'ACUNTO, *Art. 127*, in *Trattati dell'Unione Europea*, ed. II, a cura di A. Tizzano, Milano, 2014, 1340 ss., spec. 1343; in tal senso v. F. MATTASOGLIO, *Moneta e tecnologia. Come intelligenza artificiale e DLT stanno trasformando lo strumento monetario*, Torino, 2022, 129 e 144 ss.; v. H. NABILOU, A. PRÜM, *Central Banks and Regulation of Cryptocurrencies*, in *Review of Banking & Financial Law*, vol. 39, n. 2, 2020, 1094-1095, nel senso che una centralizzazione dell'offerta di credito sarebbe in contrasto col principio di un'economia di mercato aperta. Tali dubbi non sono fugati nemmeno dall'interpretazione estensiva della nozione di politica monetaria adottata dalla Corte di Giustizia (v. C. GIUST. UE, 11 dicembre 2018, C-493/17, Weiss e a., in curia.europa.eu; C. GIUST. UE, 16 giugno 2015, C-62/14, Gauweiler e a. contro Deutscher Bundestag, in curia.europa.eu), su cui v. S. LOMBARDO, *Riflessioni sull'indipendenza della Banca Centrale Europea alla luce dei contrasti Corte di Giustizia/BVerfG fra variabile dipendente e indipendente*, in questa *Rivista*, 2021, 345 ss.

2. *Obblighi di fornitura dell'Euro digitale e SIEG*

In primo luogo, l'attuale orientamento della Commissione, in linea con la BCE, pare quello di configurare un Euro digitale ad accesso intermediato. Ed infatti gli art. 13 ss. della Proposta di regolamento prevedono che siano i prestatori di servizi pagamento (PSP's), di cui all'art. 4, punto 11, dir. 2015/2366, a fornire i servizi di pagamento in Euro digitale.

In secondo luogo, la Proposta di regolamento delinea una CBDC che, non svolgendo pienamente né la funzione di mezzo di scambio né di riserva di valore, non sostituirà integralmente né il contante né soprattutto la moneta bancaria. Da un lato, infatti, l'art. 9 della Proposta di regolamento prevede delle eccezioni all'obbligo di accettazione dell'Euro digitale basate su circostanze meramente individuali e soggettive relative al beneficiario del pagamento¹⁵.

Sebbene si tratti di eccezioni astrattamente compatibili con la nozione di corso legale¹⁶, la soluzione proposta rappresenta una via di

¹⁵ Art. 9 (Deroghe all'obbligo di accettazione dell'euro digitale): «In deroga all'articolo 7, paragrafo 3, e all'articolo 8, il beneficiario ha il diritto di rifiutare l'euro digitale nelle circostanze seguenti: a) se il beneficiario è un'impresa che occupa meno di 10 persone o il cui fatturato annuo o totale di bilancio annuo non è superiore a 2 milioni di EUR, o è un soggetto giuridico senza scopo di lucro quale definito all'articolo 2, punto 18), del regolamento (UE) 2021/695 del Parlamento europeo e del Consiglio, a meno che non accetti mezzi di pagamento digitali comparabili; b) se il rifiuto è opposto in buona fede e si fonda su motivi legittimi e temporanei in linea con il principio di proporzionalità in considerazione di circostanze concrete indipendenti dalla volontà del beneficiario; c) se il beneficiario è una persona fisica che agisce nell'esercizio di attività a carattere esclusivamente personale o domestico; d) se, prima del pagamento, il beneficiario ha concordato con il pagatore un altro mezzo di pagamento, fatto salvo l'articolo 10. Ai fini della lettera b), l'onere della prova per dimostrare che in una circostanza specifica sussistevano motivi legittimi e temporanei e che il rifiuto era proporzionato spetta al beneficiario». Secondo S. L. FORNARI, D. SCHETTINI, *Euro digitale: primi commenti alla Proposta di regolamento. Tra innovazione tecnologica e adozione di massa*, Luglio 2023, 3, in www.dirittobancario.it. La *ratio* dell'art. 9 è quella non imporre ai beneficiari i costi connessi all'adozione della nuova tecnologia per ricevere i pagamenti in CBDC.

¹⁶ L'art. 11 del Regolamento 974/98, interpretato alla luce degli artt. 2 e 3 della Raccomandazione 2010/191/UE, implica un obbligo di accettazione della valuta generale ma non assoluto, essendo salvi i rifiuti opposti in buona fede dal beneficiario poiché motivati, ad esempio, dall'impossibilità di corrispondere il resto o dalla sproporzione tra il valore nominale della banconota e l'importo dovuto.

mezzo tra la mancanza di corso legale, auspicata da certa dottrina¹⁷, e un obbligo di accettazione incondizionato, ipotizzata attraverso norme dalla formulazione generica e ambigua che ne limiterebbero l'utilizzo come strumento di pagamento¹⁸.

L'art. 16 delega poi alla BCE la fissazione di limiti all'ammontare di CBDC detenibile da ciascun utente sul conto, prevenendo la possibilità di un ampio uso della CBDC come riserva di valore.

L'accesso intermediato alla CBDC implica, naturalmente, l'adempimento degli obblighi di identificazione della clientela connessi all'apertura dei conti di pagamento¹⁹. La redazione di documenti di *policy* antiriciclaggio, l'adozione di sistemi valutativi e di processi decisionali tali da assicurare la tracciabilità delle verifiche e delle valutazioni svolte, la classificazione del cliente in relazione al rischio, sono obblighi il cui adempimento è complesso e implica costi operativi²⁰. Ciò rende opportuno affidarne l'esecuzione ad intermediari con una consolidata esperienza, invece che alla BCE che, com'è noto, non è organizzata per adempiere a tali obblighi e dovrebbe assumere e formare personale dedicato²¹.

L'emissione degli strumenti di pagamento in Euro digitale – che funzioneranno sia *online* sia *offline* –, l'adempimento degli obblighi antiriciclaggio e antiterrorismo comportano poi costi operativi²², che,

¹⁷ V. ZENO ZENCOVICH, *Profili civilistici dell'Euro digitale*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2023, 31-32; in senso favorevole al corso legale della moneta digitale F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 131 ss.

¹⁸ La possibilità di rifiutare l'Euro digitale quale mezzo di pagamento nelle operazioni riguardanti attività personali o casalinghe, delineata dall'art. 9, par. 1, lett. c) della Proposta di regolamento, postula la determinazione delle caratteristiche di tali attività, altrimenti l'anonimato del contante potrebbe indurre i beneficiari ad opporre pretestuosamente la natura personale o casalinga dell'attività oggetto di scambio e a rifiutare la CBDC.

¹⁹ EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a Digital Euro*, cit., 26 ss.; v. E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 21 ss.

²⁰ V. L. MORMILE, *Servizi bancari "essenziali": il conto corrente*, in questa *Rivista*, 2022, 725.

²¹ In tal senso F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 109.

²² V. E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 34; v. L. MORMILE, *op. cit.*, 725.

se fossero scaricati sugli utenti, comprometterebbero l'obiettivo della creazione di un Euro digitale inclusivo.

Tuttavia i servizi di pagamento per gli intermediari sono remunerativi se accompagnati dall'applicazione di commissioni o dalla concessione di credito sotto forma di aperture di credito o sconfinamenti²³. Di conseguenza, la necessità di ricorrere ad intermediari supervisionati richiede una remunerazione del servizio sotto forma di un incentivo o di una compensazione pubblica per la prestazione di tali servizi²⁴, soprattutto in caso di un obbligo di offerta, a costi contenuti, dei servizi di pagamento di base in Euro digitale, come ipotizzato dagli art. 14 ss. della Proposta di regolamento nei confronti, però, dei soli enti creditizi.

L'art. 14, par. 2, della Proposta di regolamento, rinviando all'art. 13, par. 1, lett. a), pare configurare il diritto ai servizi di base di tutte le persone fisiche residenti o stabilite nell'UE – inclusi dunque anche coloro che stipulino il contratto nell'esercizio di un'attività professionale, imprenditoriale o commerciale, salvo quanto si dirà *infra*, par. 5 –, e l'art. 17 vieta l'applicazione di commissioni a tali soggetti per la fornitura di tali servizi. Dato l'ampio spettro di attività svolte, le banche sono certamente più capaci degli altri intermediari di recuperare tali costi aumentando commissioni e remunerazioni delle attività diverse dai servizi aventi ad oggetto l'Euro digitale, attuando dunque pratiche di *cross-subsidization*²⁵. L'introduzione di una nuova categoria di intermediari incaricati di erogare servizi in CBDC, del

²³ V. MELI, *Il conto corrente di base tra inclusione finanziaria e controllo della circolazione della ricchezza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 56 ss., evidenzia lo scarso interesse di banche e intermediari per il conto corrente semplice, che non permetteva la concessione di credito; in senso analogo L. MORMILE, *Servizi bancari "essenziali"*, cit., 734.

²⁴ V. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a Digital Euro*, cit., 19.

²⁵ Il fenomeno della *cross-subsidization* è tipico della prestazione di servizi universali: v. EUROPEAN REGULATOR GROUP FOR POSTAL SERVICES, *ERGP Report on the crosssubsidisation*, 4 ottobre 2019, 4 ss., consultabile al seguente link: <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/39081/attachments/3/translations/en/renditions/pdf>. Cfr. il considerando 28 della Proposta di regolamento, per il quale il modello di *business* specializzato dei PSP's diversi dalle banche mal si concilierebbe con tale obbligo a contrarre.

resto, porrebbe tali soggetti nella condizione di concorrere con banche e prestatori di servizi di pagamento in condizioni di inferiorità²⁶.

L'orientamento di politica del diritto espresso dalla Proposta di regolamento non pare però condivisibile, poiché ogni volta che il legislatore ha deciso di non sostenere il costo delle politiche di inclusione, obbligando semplicemente gli intermediari a fornire a costi contenuti i servizi bancari e finanziari, ciò ha prodotto una fuga degli operatori dal mercato o una ridotta offerta del servizio²⁷.

Per non marginalizzare i soggetti non in grado di utilizzare i nuovi strumenti di pagamento escludendoli anche dall'utilizzo della moneta cartacea, il processo di digitalizzazione della moneta comporterà peraltro anche la necessità di un parallelo aumento dei servizi bancari fisici, nonostante proprio l'aumento dei costi operativi delle banche abbia comportato una riduzione dei punti di accesso al *cash* nell'area Euro, per effetto di una riduzione delle filiali bancarie non compensata dal leggero aumento degli *automated teller machines* (ATM)²⁸.

L'art. 8 della Proposta di regolamento sul corso legale dell'Euro²⁹, infatti, mira ad introdurre l'obbligo degli Stati membri di assicurare un

²⁶ P. MOTTURA, *op. cit.*, 1 ss., spec. 16-17.

²⁷ Si vedano il caso del conto corrente semplice (su cui si rinvia a V. MELI, *op. cit.*, 56 ss., spec. 67) e della normativa sul microcredito (D. FRIGERI, *Osservatorio nazionale sull'inclusione finanziaria dei migranti, sesto rapporto*, 2017, 43, in www.migrantiefinanza.it, il quale riporta che PerMicro, specializzata in crediti e microcrediti, ha scelto di iscriversi all'albo degli intermediari finanziari di cui all'art. 106 t.u.b. La "fuga" dalla disciplina del microcredito è confermata da inchieste giornalistiche: C. BRUSINI, *Microcredito. La nuova legge costringe gli operatori a lavorare in perdita. Così l'albo degli intermediari resta vuoto*, *Fatto Quotidiano* (6 marzo 2016), www.ilfattoquotidiano.it. Parte della dottrina aveva già espresso il timore di un disincentivo all'utilizzo del microcredito a causa di eccessivi vincoli normativi: v. E. MACCHIAVELLO, *Microfinance Regulation and Supervision: A Multi-Faced Prism of Structures, Levels and Issues* (November 15, 2012), in *New York University Journal of Law and Business*, vol. 9, 1, 2012, 133. Sul microcredito si rinvia a E. MACCHIAVELLO, *Microfinance and Financial Inclusion. The Challenge of Regulating Alternative Forms of Finance*, Taylor & Francis Group, New York, 2018, *passim*.

²⁸ A. ZAMORA-PEREZ, *Guaranteeing freedom of payment choice: access to cash in the euro area*, in *ECB Economic Bulletin*, Issue 5/2022, 94 ss.

²⁹ V. EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on the legal tender of euro banknotes and coins*, Brussels, 28.6.2023, COM (2023) 364 final, consultabile al

accesso sufficiente ed effettivo al *cash* in tutto il territorio, incluse le aree urbane e non urbane; gli Stati membri dovrebbero altresì monitorare il livello di accesso al *cash* e, in caso di inadeguatezza di tale livello, adottare misure per rimediare a tale situazione.

Tuttavia il legislatore europeo non si fa carico di regolare eventuali misure compensative delle banche per i costi derivanti dall'aumento della propria rete di ATM e di servizi fisici, rinviando ogni decisione sul punto ai legislatori nazionali. Si tratta di un orientamento in linea con le precedenti misure legislative in materia di inclusione finanziaria, con l'aggravante dell'assenza, allo stato attuale, della volontà di regolare tali obblighi a livello europeo, e il rischio conseguente di creare arbitraggi regolatori e di falsare la concorrenza nel mercato, poiché la sussistenza o l'ampiezza degli obblighi di aumentare la rete di servizi fisici dipenderebbe dalla decisione dei singoli legislatori.

Alla luce delle recenti Proposte della Commissione UE, occorre verificare la possibilità di qualificare come servizi di interesse economico generale (SIEG) i possibili nuovi obblighi di fornitura dei servizi bancari, al fine di riconoscere forme di compensazione pubblica³⁰. La nozione di SIEG è generica ed elastica, sia perché dipende dalle esigenze dei cittadini, dello sviluppo tecnologico e del mercato e dalla preferenze politiche e sociali nello Stato membro; sia perché, in assenza di norme specifiche dell'Unione, l'individuazione di un SIEG è rimessa all'ampia discrezionalità degli Stati membri³¹.

Utili criteri ricostruttivi della categoria non sono forniti né dall'art. 14 TFUE, che si limita a sottolineare «l'importanza dei servizi di interesse economico generale nell'ambito dei valori comuni dell'Unione, nonché del loro ruolo nella promozione della coesione sociale e territoriale», né dall'art. 106, par. 2 che sottopone tali servizi

seguente link: https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-06/COM_2023_364_1_EN_ACT_part1_v6.pdf.

³⁰ Ringrazio Eugenia Macchiavello per la sua osservazione sul punto in occasione del Convegno ADDE dedicato ai giovani studiosi di Diritto dell'Economia tenutosi a Trento il 23 giugno 2023.

³¹ Comunicazione della Commissione sull'applicazione delle norme dell'Unione europea in materia di aiuti di Stato alla compensazione concessa per la prestazione di servizi di interesse economico generale, 11.1.2012, 2012/C 8/02, par. 45 e 46.

alle regole concorrenziali salvo che ciò osti all'adempimento della missione loro affidata³².

Il concetto di SIEG tradizionalmente riguarda i servizi forniti dalle grandi industrie di rete quali i trasporti, i servizi postali, l'energia e la comunicazione, ma la nozione si estende anche a qualsiasi altra attività economica assoggettata ad obblighi di servizio pubblico³³. E' dunque attraverso un metodo induttivo che si può ricostruire la categoria di SIEG, cioè verificando le caratteristiche delle attività sottoposte a tali obblighi per ricavare una nozione di SIEG.

Esempio paradigmatico della categoria degli obblighi di servizio pubblico è l'art. 3, dir. 2002/22/CE³⁴, che prevede che gli Stati membri mettano a disposizione di tutti gli utenti finali i servizi di comunicazione elettronica al livello qualitativo stabilito, a prescindere dall'ubicazione geografica dei medesimi e ad un prezzo abbordabile.

Un'altra fattispecie di obbligo di servizio universale è l'art. 16 della direttiva 2014/92/UE (attuato in Italia con l'art. 126-*noviesdecies* t.u.b.), a mente del quale tutti i consumatori³⁵ soggiornanti legalmente

³² Per un commento all'art. 106 TFUE si rinvia a A. ZOPPINI, G. ANGELONI, *Misure di Stato (art. 106 TFUE)*, in *Codice commentato della concorrenza e del mercato*, a cura di A. Catricalà, P. Troiano, 2010, Assago, 2010, 178 ss.

³³ COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI. Libro bianco sui servizi di interesse generale, Bruxelles, 12.5.2004 COM(2004) 374, 23.

³⁴ DIRETTIVA 2002/22/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 7 marzo 2002 relativa al servizio universale e ai diritti degli utenti in materia di reti e di servizi di comunicazione elettronica (direttiva servizio universale).

³⁵ Il recente ddl 11 febbraio 2020, n. 1712 ("Disposizioni in materia di utilizzo ed erogazione del rapporto di conto corrente") mirava ad introdurre nel Codice civile l'art. 1857-*bis*, in base al quale «la banca non può in nessun caso esimersi dall'apertura di un conto corrente». La disposizione tuttavia era stata criticata in un'audizione da Banca d'Italia per la sua genericità e per il contrasto con gli obblighi di astensione dalla apertura di un conto corrente in caso di violazioni delle disposizioni antiriciclaggio e antiterrorismo: *Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge n. 1712 "Disposizioni in materia di utilizzo ed erogazione del rapporto di conto corrente". Testimonianza del Capo del Dipartimento Tutela della clientela ed educazione finanziaria della Banca d'Italia Magda Bianco*, in *www.dirittobancario.it*. V. le osservazioni critiche di F. GIGLIOTTI, *Obbligo a contrarre e limiti al (diritto di) recesso nel "rapporto di conto corrente" bancario. A proposito di una recente proposta normativa*, in questa Rivista, 2021, 247 ss.

nell'UE, compresi quelli senza fissa dimora, i richiedenti asilo e quelli privi di permesso di soggiorno ma che non possono essere espulsi, hanno il diritto di aprire un conto di base presso un ente creditizio³⁶, pagando un canone ridotto, *ex art. 126-vicies bis*, o godendo gratuitamente del servizio *ex art. 126 vicies quater*.

L'individuazione di un SIEG spetta dunque al legislatore, a seguito di un giudizio di valore sulla necessità di una loro accessibilità generale al pubblico degli utenti³⁷. L'importanza dei pagamenti digitali, in un'epoca di limiti all'uso del contante, rende superfluo argomentare sull'interesse generale all'accesso ad un conto di base in CBDC, così come, di converso, in un'epoca di moneta scritturale l'accesso al *cash* è essenziale per i soggetti finanziariamente esclusi.

Di conseguenza, tra gli elementi fondamentali di un SIEG rientrano: il servizio universale, la continuità, la qualità del servizio, l'accessibilità delle tariffe, la tutela degli utenti e dei consumatori³⁸. Come è evidente dalle fattispecie citate, dunque, non è sufficiente l'obbligo di fornire il servizio³⁹ per ritenere sussistente un obbligo di servizio pubblico, ma occorre anche che tale servizio sia prestato con continuità su tutto il territorio dello Stato e a tariffe accessibili.

³⁶ La tesi del servizio universale è sostenuta da F. DELL'ISOLA, *Art. 126-noviesdecies t.u.b.*, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, tomo II, ed. IV, Padova, 2018, 2356; v. anche G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria degli immigrati. La tutela del consumatore vulnerabile nei servizi bancari*, Torino, 2021, 144. Tale conclusione era stata già avanzata da V. MELI, *op. cit.*, 63, con riferimento agli obblighi derivanti dal d.l. 201/2011. Sugli obblighi di servizio universale v. in generale C. OSTI, *Nuovi obblighi a contrarre*, Torino, 2004, 97 ss.

³⁷ C. OSTI, *op. cit.*, 39.

³⁸ COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Libro verde sui servizi di interesse generale*, Bruxelles, 21.5.2003, COM (2003) 270, 16 ss.

³⁹ Sull'obbligo a contrarre, senza pretesa di esaustività, v. G. G. AULETTA, *Art. 2597 c.c.*, in *Comm. cc. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1960, 332 ss.; P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969, *passim*; ID., *Obbligo a contrarre, disciplina antitrust e tutela del consumatore acquirente*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1969, 1003 ss.; M. LIBERTINI, P. M. SANFILIPPO, *Obbligo a contrarre*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione Civile*, XII, Torino, 1995, 480 ss.; L. NIVARRA, *La disciplina della concorrenza. Il monopolio. Art. 2597*, in *Commentario al Codice civile*, a cura di P. Schlensinger, Milano, 1992, *passim* nonché ID., *L'obbligo a contrarre e il mercato*, Padova, 1989, *passim*;

Come stabilito dalla Corte di Giustizia, investita della compatibilità con gli artt. 14, 102, 106 e 107 TFUE della normativa italiana che prevedeva un monopolio di Poste italiane per la gestione dei servizi di cassa relativi ai pagamenti dei contribuenti versati agli agenti della riscossione⁴⁰, la componente tariffaria degli obblighi imposti all'operatore non può essere rimessa all'autonomia dell'impresa e deve essere chiaramente definita in “uno o più atti di esercizio del potere pubblico”; di conseguenza, la libera determinazione delle tariffe esclude la prestazione di un servizio di interesse economico generale⁴¹. Se dunque il regolamento definitivo confermasse l'obbligo di fornire i servizi di base in Euro digitale, in maniera uniforme nei territori nazionali e a costi accessibili, tali servizi andrebbero considerati SIEG e ciò imporrebbe l'individuazione di forme di compensazione, anche se occorrerà specificare meglio l'ambito di applicazione soggettivo e oggettivo di tale obbligo, che ad oggi non pare chiaramente definito (v. *infra*, par. 5).

La Proposta di regolamento sul corso legale dell'Euro, a differenza della Proposta sull'Euro digitale, lascia invece impregiudicata la discrezionalità degli Stati membri in merito all'effettiva istituzione di obblighi di aumentare l'accesso al *cash* (art. 9, par. 4), subordinandola all'esito negativo della previa verifica del livello di accesso al *cash* sul territorio (art. 8, par. 1). Siccome l'individuazione delle attività sottoposte ad obblighi di servizio pubblico è riservata al legislatore⁴², il medesimo servizio potrebbe astrattamente svolgersi in regime di servizio pubblico in uno Stato membro, ed in regime concorrenziale in altri Stati in base alle diverse scelte attuate dagli Stati membri.

⁴⁰ C. GIUST. UE, 3 marzo 2021, cause riunite C-434/19 e C-435/19, Poste Italiane Spa contro Riscossione Sicilia SpA agente riscossione per la provincia di Palermo e delle altre provincie siciliane (C-434/19), e Agenzia delle entrate – Riscossione contro Poste Italiane SpA, con l'intervento di: Poste italiane SpA – Bancoposta (C-435/19), in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62019CJ0434>. La sentenza è commentata da F. CAMPODONICO, *Caso Poste Italiane: per la CGUE la discrezionalità tariffaria dell'operatore economico in regime di monopolio non rispetta la prima condizione Altmark*, in *DPCE Online*, 2021, 2583 ss.

⁴¹ F. CAMPODONICO, *op. cit.*, 2587 ss. Del resto, come osservato da P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata*, cit., 140-141, la determinazione autoritativa del prezzo del servizio serve a renderlo accessibile a soggetti altrimenti esclusi dalla libera determinazione della tariffa.

⁴² C. OSTI, *op. cit.*, 39.

Nell'ottica della creazione di un mercato concorrenziale unico a livello europeo, è preferibile che sia il legislatore europeo ad individuare un SIEG dotandolo di una disciplina unica europea, dato che alcuni legislatori, come il Belgio, hanno già proposto disegni di legge istitutivi di obblighi di servizio universale in materia di ATM⁴³ creando il rischio di arbitraggi regolamentari. Una normativa UE è auspicabile anche per la previsione di compensazioni, che postula una valutazione normativa sulla incompatibilità tra il regime concorrenziale e l'assolvimento della specifica missione affidata all'impresa, nonché sull'assenza di pregiudizio agli scambi a livello UE⁴⁴.

Ed infatti, secondo gli orientamenti della Commissione UE la scelta di uno Stato membro di istituire un SIEG è limitatamente sindacabile dalla Commissione UE anche per quanto riguarda l'incapacità del mercato di fornire tale servizio in modo soddisfacente⁴⁵. La Corte di giustizia, superando il precedente orientamento restrittivo dell'art. 106, par. 2, TFUE, che richiedeva un'incompatibilità assoluta tra la missione di servizio pubblico e la concorrenza, in seguito ha ampliato l'ambito della deroga prevista da tale disposizione, ritenendo sufficiente a legittimare forme di compensazioni il fatto che le regole concorrenziali rendano difficile per l'impresa l'adempimento della missione in condizioni economicamente accettabili⁴⁶.

Di recente, in una controversia relativa all'istituzione di un SIEG avente ad oggetto un servizio di pagamento mobile, necessario per accedere al trasporto pubblico, al parcheggio pubblico e alle strade, la

⁴³ V. EUROPEAN CENTRAL BANK, *OPINION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 8 September 2023 on requiring credit institutions to provide a universal banking service and guarantee a minimum spread of automated teller machines (ATMs)*, (CON/2023/25).

⁴⁴ A. ZOPPINI, G. ANGELONI, cit., 190-191; C. GIUST. CE, 23 ottobre 1997, C-159/94, Commissione delle Comunità europee e altri c. Repubblica francese, in eur-lex.europa.eu. Affinché le compensazioni siano compatibili col TFUE devono rispettare i requisiti enucleati dalla Corte di giustizia nella sentenza Altmark: C. GIUST. CE, 24 luglio 2003, C-280/00, Altmark Trans GmbH e altri, in eur-lex.europa.eu.

⁴⁵ Comunicazione della Commissione sull'applicazione delle norme dell'Unione europea in materia di aiuti di Stato alla compensazione concessa per la prestazione di servizi di interesse economico generale, cit., par. 46 e 48.

⁴⁶ A. ZOPPINI, G. ANGELONI, cit., 190-192; C. GIUST. CE, 23 ottobre 1997, C-159/94, cit.; v. C. GIUST. CE, 19 maggio 1993, C-320/91, Corbeau, in eur-lex.europa.eu.

Corte ha considerato legittimo istituire un SIEG anche in presenza di un mercato concorrenziale, qualora questo determini risultati insoddisfacenti in termini di uguaglianza ed accessibilità del servizio⁴⁷. Di conseguenza, la circostanza che la concorrenza abbia portato ad una riduzione dei costosi servizi bancari fisici e degli ATM dimostra un fallimento del mercato e, pertanto, che eventuali obblighi di servizio universale dovrebbero essere compensati per svolgere tali servizi in maniera efficiente.

3. *L'incerto ambito applicativo del MiCAR*

Il MiCAR, pur attraendo i servizi relativi alle cripto-attività tra quelli prestabili dagli intermediari, complica la *compliance* di quest'ultimi alla luce dell'incerta natura giuridica delle cripto-attività e dell'ambito applicativo incerto del regolamento.

Sin dalla Proposta di regolamento, infatti, la nuova normativa sulle cripto-attività definiva il suo ambito applicativo in negativo, limitandolo alle cripto attività non rientranti nella nozione di strumenti finanziari, ma, poiché le nozioni di valore mobiliare, quote di oicr e derivati non hanno confini ben delineati, tale approccio era ritenuto foriero di incertezza giuridica⁴⁸. Tale difetto non è stato corretto dal regolamento definitivo, nonostante la BCE in un parere del 2021 evidenziasse la necessità di maggiore chiarezza sulla distinzione tra le cripto-attività qualificabili strumenti finanziari (rientranti nell'ambito della MiFID II) e quelle rientranti nell'ambito di applicazione della nuova normativa sulle cripto-attività⁴⁹.

La natura complessa e cangiante dei singoli *White paper* rende spesso arduo verificare se i *token* oggetto di offerta presentino elementi di finanziarietà o siano sussumibili all'interno delle categorie

⁴⁷ C. GIUST. UE, 7 novembre 2018, C-171/17, Commissione Europea c. Ungheria, in curia.europa.eu: la sentenza è commentata da F. GALLARATI, *Il monopolio ungherese dei servizi di pagamento mobile all'esame della Corte di Giustizia: un "doppio bilanciamento" tra SIEG e libera prestazione dei servizi*, in *DPCE online*, 2019, 863 ss.

⁴⁸ F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, 12-13.

⁴⁹ EUROPEAN CENTRAL BANK, *Parere della Banca Centrale Europea del 19 febbraio 2021 su una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 (CON/2021/4) (2021/C 152/01)*, 1 ss.

individuate dal MiCAR. Come riconosciuto dall'ESMA, incaricato ai sensi dell'art. 2, par. 5 del MiCAR di elaborare orientamenti sui criteri per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari, la natura anfibia e polimorfa delle cripto-attività impedisce soluzioni aprioristiche circa la loro qualificazione giuridica⁵⁰.

La classificazione di una cripto-attività come strumento finanziario, peraltro, dipende dalla modalità di implementazione della direttiva MiFID II nelle legislazioni dei singoli Stati membri, le quali hanno adottato diverse soluzioni, poiché, mentre alcuni hanno adottato una lista tassativa per definire i valori mobiliari, utilizzando dunque *rules*, altri Stati membri hanno utilizzato definizioni più generiche classificabili come *standards*⁵¹.

Ciò crea il rischio di arbitraggi regolamentari derivanti dalla qualificazione dello stesso *token* come strumento finanziario ai sensi di una legislazione nazionale ma non ai sensi di una diversa legislazione nazionale. In Francia la nozione di strumento finanziario è definita tramite una lista tassativa⁵², mentre in Italia, Spagna e Germania la nozione di strumento finanziario è più flessibile in conseguenza dell'elasticità della nozione di valore mobiliare⁵³.

⁵⁰ ESMA, *Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 January 2019, ESMA50-157-1391, 4-5.

⁵¹ ESMA, *Advice*, cit., 4-5. Sulla distinzione tra *rules* e *standard*, senza pretesa di esaustività, v. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 47 ss.; L. KAPLOW, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, in 42 *Duke Law Journal*, 1992, 557 ss.; E. POSNER, *Standards, Rules, and Social Norms*, in 21 *Harvard Journal of Law and Public Policy* 101, 1997, 101 ss.; B. SCHÄFER, *Legal Rules and Standards*, in *German Working Papers in Law and Economics*, 2002, vol. 2, 1 ss.; sulle *rules* v. C. R. SUNSTEIN, *Problems with Rules*, in 83 *California Law Review* 953, 1995, 955 ss.

⁵² L'art. L-211-1 *Code Monétaire et financier* al primo comma dispone perentoriamente che «*Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers*», mentre il secondo comma include tra i *titres financiers* «1. *Les titres de capital émis par les sociétés par actions* ; 2. *Les titres de créance* ; 3. *Les parts ou actions d'organismes de placement collectif*». Anche i *contrats financiers*, «*également dénommés " instruments financiers à terme "*», vengono individuati tassativamente dal 3° comma come quei «*contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret*». V. AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, *Discussion paper on initial coin offerings (ICOs)*, 2017, 7.

⁵³ L'elasticità della nozione italiana di valore mobiliare è sostenuta da G. GITTI, *Emissione e circolazione di cripto attività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 29 ss.; M. FRATINI, *Prodotti finanziari, valori mobiliari e strumenti finanziari*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di

4. Un'interpretazione estensiva della nozione di cripto attività

Il MiCAR potrebbe anche lasciare vuoti regolatori, poiché un *token* avente funzione di investimento può non essere qualificabile come strumento finanziario qualora sia emesso da una persona fisica o da una persona giuridica priva di forma societaria⁵⁴, come è ammesso dall'art. 3, n. 10 del MiCAR. Ad esempio le *Decentralized Autonomous Organizations* (DAO's), entità organizzative-associative atipiche con finalità di investimento, possono sfuggire alle forme societarie del diritto commerciale⁵⁵. Le DAO's, infatti, possono avere una struttura completamente autonoma, essendo gestite da *smart contracts* in assenza di indicazioni umane, o semi autonoma, con la gestione congiunta di *token holders* e *smart contracts*⁵⁶.

Nel primo caso le DAO's non sono soggette alla disciplina del MiCAR, che all'art. 2 richiede pur sempre la presenza di persone fisiche, giuridiche o di imprese coinvolte nell'emissione, offerta o ammissione alla negoziazione di *token*⁵⁷.

Marco Fratini, Giorgio Gasparri, Torino, 2012, 16 ss.; cfr. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 26-28, il quale parla di categorie strutturalmente flessibili. In senso contrario V. V. CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 1 ss. In Spagna la *Ley 6/2023 de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión* definisce i “*valores negociables*” come «*cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero*». In Germania il § 1, paragrafo 11, della legge bancaria tedesca (*Kreditwesengesetz*) include tra gli strumenti finanziari anche le partecipazioni in persone giuridiche, società di persone e altre società, se equivalenti alle azioni, nonché le altre forme di investimento di cui al § 1 comma 2 della legge sugli investimenti patrimoniali.

⁵⁴ V. AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, *op. cit.*, 7.

⁵⁵ G. GITTI, *op. cit.*, 33.

⁵⁶ R. LENER, S. L. FURNARI, *Modelli organizzativi alla prova delle nuove tecnologie. Prime riflessioni su DAO e i principi generali del diritto dell'impresa*, 6 ss., in www.orizzontideldirittocommerciale.it.

⁵⁷ In tal senso F. MATTASSOGLIO, *Quale futuro per bitcoin e la sua decentralizzazione? Riflessioni in attesa della pronuncia sul caso Tulip Trading*, in questa *Rivista*, 2023, 318 ss., per la quale Bitcoin, emesso da una *blockchain permissionless*, fuoriesce anch'esso dal perimetro regolatorio del MiCAR proprio perché il regolamento richiede l'individuazione del soggetto responsabile di tali adempimenti. V., con riferimento alla Proposta di regolamento, R. LENER, S. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione*

Nel secondo caso, i *token* emessi possono essere qualificati come valori mobiliari solo qualora attribuiscono la quota del capitale di un ente avente forma societaria, poiché, qualora invece le ICO's fossero promosse da DAO's connesse ad associazioni, come *enti no profit*, che rappresentano il mero collegamento tra la *blockchain* e il mondo *offline*⁵⁸, i *token* sarebbero privi di quella equivalenza ai titoli di capitale richiesta dall'art. 4, par. 1, n. 44, dir. 2014/65/UE per la qualifica di valore mobiliare⁵⁹.

Spesso, inoltre, le *Initial Coin Offerings* (ICO's) possono contenere delle restrizioni contrattuali alla trasferibilità dei *token* ad altri investitori (c.d. *lock-up provision*), le quali, se accompagnate dall'implementazione di misure tecniche volte ad associare permanentemente l'esercizio dei diritti connessi ai *token* ad una chiave pubblica nella *blockchain*⁶⁰ (come ad esempio nel caso dell'ICO avente ad oggetto i *token* EOS), privano i *token* dell'attributo della trasferibilità, impedendone la qualifica come valore mobiliare e, dunque, come strumento finanziario⁶¹.

Qualora il *token* non rientrasse nella definizione di strumento finanziario fornita dalla legislazione di uno Stato membro, potrebbe crearsi un vuoto regolatorio sfruttabile dagli operatori con potenziale nocimento degli investitori⁶², soprattutto se si accogliesse

europa. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari "crittografati"?, 6, in www.dirittobancario.it, e F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 52 ss.

⁵⁸ R. LENER, S. L. FURNARI, *Modelli organizzativi alla prova delle nuove tecnologie*, cit., 10 ss.

⁵⁹ L'impossibilità di qualificare tali *token* come valori mobiliari era stata sostenuta dall'autorità di vigilanza francese già prima dell'introduzione del MiCAR, con riferimento all'articolo L-211-1(II) *Code monétaire et financier*: AMF, *op. cit.*, 7. In senso dubitativo v. G. G. GITTI, *op. cit.*, 37.

⁶⁰ P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2018, 663 ss.; P. ZICKGRAF, *Initial Coin Offerings (ICO's)*, in *The Law of Crypto Assets. A Handbook*, a cura di P. Maume, L. Maute, M. Fromberger, Munchen, 2022, 193-194.

⁶¹ P. HACKER, C. THOMALE, *op. cit.*, 663 ss.; P. ZICKGRAF, *op. cit.*, 193-194. Sulle caratteristiche di negoziabilità e standardizzazione del valore mobiliare vedi E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Rivista delle società*, 2019, e V. V. CHIONNA, *op. cit.*, 1 ss.

⁶² Tale pericolo era stato segnalato precedentemente all'entrata in vigore del MiCAR da P. HACKER, C. THOMALE, *op. cit.*, 663 ss.

l'orientamento di parte della dottrina, espresso con riferimento alla Proposta di regolamento del MiCAR, per il quale i *token* con funzione di investimento sarebbero esclusi dalla nuova disciplina, in quanto l'art. 2, par. 2 (oggi art. 2, par. 4) escluderebbe tutti i *security token*, e la categoria residuale delle cripto-attività diverse dai *token* di moneta elettronica e dagli *asset referenced token* includerebbe solo gli *utility token*⁶³.

Tale interpretazione creerebbe per i *security token* non qualificabili come strumenti finanziari un vuoto regolamentare, per prevenire il quale pare possibile un'interpretazione sistematica degli artt. 2, par. 4 e 59 ss. del MiCAR, secondo la quale il MiCAR regola *security token* non rientranti nell'ambito applicativo delle disposizioni nazionali attuative di MiFID II, ma idonei a costituire ad esempio quei prodotti finanziari già definiti dal legislatore italiano all'art. 1 t.u.⁶⁴. In tal senso depone il fatto che l'art. 3, par. 1 MiCAR fornisca due diverse definizioni di cripto attività e di *utility token* rispettivamente ai numeri 5 e 9, quali «[...] rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analogica» e «tipo di cripto-attività destinato unicamente a fornire l'accesso a un bene o a un servizio prestato dal suo emittente».

⁶³ Con riferimento alla Proposta di regolamento, tale orientamento era espresso da M. CIAN, *La nozione di cripto attività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, 60; R. LENER, S. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni*, cit., 3 ss.; R. LENER, *Criptoattività e cripto valute alla luce degli ultimi orientamenti comunitari*, in *Giur. Comm.*, 2023, 382-383, per il quale «se il *token di utilità* circola, attraverso la piattaforma, con inevitabili oscillazioni di valore e con conseguente aspettativa di ritorni di natura finanziaria si finisce *fuori* dalla disciplina *MiCAR* e *dentro* quella degli strumenti finanziari».

⁶⁴ Cfr. S. GIULIANI, *Mercati delle cripto-attività e paradigmi normativi di tutela dell'investitore*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, 55 ss., il quale afferma genericamente che «con riferimento al profilo di specifico interesse [...] le forme di protezione degli investitori, il regolamento MiCA ha indubbiamente il pregio di porre rimedio a un "vuoto di tutela" che caratterizza l'ambito delle cripto-attività non aventi natura di strumenti finanziari», sebbene non menzioni la categoria dei *security token*. Cfr. P. ZICKGRAF, *op. cit.*, 217-218, che giunge a conclusioni simili includendo i *token* aventi funzione di investimento nel MiCAR, in quanto, dato che tale regolamento soddisfa le esigenze regolatorie di tali *crypto-assets*, non è più necessario sussumarli nella categoria degli strumenti finanziari.

La definizione di cui all'art. 3, par. 1, n. 5) MiCAR è talmente generica da essere idonea teoricamente, anche grazie al riferimento al "valore", ad abbracciare anche criptovalute come *bitcoin*⁶⁵, non soggetto però alle disposizioni del MiCAR per la mancanza di un emittente identificabile⁶⁶. Il termine cripto-attività però non contiene alcun riferimento alla funzione di pagamento del *token*, e pertanto si caratterizza per una maggiore onnicomprensività rispetto a quello di cripto-valuta poiché è tale da abbracciare più ampie categorie di prodotti, mentre quest'ultimo fa riferimento ad una supposta funzione monetaria, prevalentemente esclusa dalla dottrina e dalle principali istituzioni monetarie⁶⁷. Le stesse disposizioni del Titolo II, di cui agli artt. 4 ss., dedicati anche al c.d. *white paper*, si riferiscono alle cripto attività diverse dai *token* collegati ad attività e dai *token* di moneta elettronica, lasciando intendere che tale categoria non si esaurisca negli *utility token*⁶⁸.

Ancora, disciplinando i servizi definiti dall'art. 3, par. 1, n. 16 gli artt. 59 ss. si riferiscono alle cripto-attività e non agli *utility token*, e l'art. 3, par. 1, n. 25, definendo la gestione di portafogli relativi a cripto-attività, si riferisce espressamente ad una funzione di investimento; di ciò si trae conferma dall'art. 81, par. 1, il quale, disciplinando la

⁶⁵ V. S. GIULIANI, *op. cit.*, 51.

⁶⁶ Si conferma dunque il vuoto regolatorio già presente nella Proposta di regolamento ed evidenziato da R. LENER, S. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea*, cit., 6, e da F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 52 ss.

⁶⁷ S. GIULIANI, *op. cit.*, 33-34. La non assimilabilità delle cripto valute alla moneta è sostenuta da M. CIAN, *La cripto-valuta – alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 315 ss., spec. 338 ss., per il quale esse devono essere considerate merci, beni digitali; G. GASPARRI, *Riflessioni sulla natura giuridica del bitcoin tra aspetti strutturali e profili funzionali*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, Dicembre 2021, 6 ss.; v. anche M. CIAN, *Il denaro*, in *Diritto commerciale. IV. Diritto del sistema finanziario*, a cura di M. Cian, Torino, 2020, 51, ove l'obbligazione avente ad oggetto la dazione di *bitcoin* viene qualificata come debito di cose. Nella dottrina economica la capacità del *bitcoin* di assolvere a tutte le tre funzioni della moneta è negata da M. AMATO, L. FANTACCI, *Per un pugno di bitcoin*, cit., 29 ss.

⁶⁸ Si interrogano sulla possibilità di includere nella categoria delle cripto attività *token* diversi dagli *utility token* G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: A Market-Based Critique of MiCA*, *ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper n° 605/2021, August 2021*, 17.

valutazione di adeguatezza da effettuare nei servizi di consulenza e di gestione di portafoglio di cripto-attività, obbliga gli intermediari a tenere conto, tra l'altro, delle esperienze di investimento in cripto-attività dei clienti e dei loro obiettivi di investimento.

Decisivo pare poi rilevare che, poiché gli artt. 59 ss. assoggettano i servizi relativi a cripto-attività ad una disciplina di stampo MiFID II⁶⁹, e l'art. 60 addirittura li dichiara equivalenti ai servizi di cui all'Allegato A, punto 1, MiFID II, il MiCAR presuppone evidentemente la natura finanziaria delle cripto-attività oggetto di tali servizi.

La soluzione prospettata è l'unica idonea ad evitare vuoti nella regolazione di cripto-attività altrimenti fuori sia dalla disciplina di derivazione MiFID II, sia dalla disciplina del MiCAR e da quella del regolamento Prospetti⁷⁰, garantendo la tutela degli investitori⁷¹. D'altra parte la stessa dottrina che esclude dall'ambito del MiCAR i *security token* evidenzia l'incomprensibilità di una regolazione che assoggetta i *token* non finanziari a una disciplina che ricalca schemi e principi regolatori del diritto degli strumenti finanziari⁷²; scelta regolatoria che invece viene spiegata dalla nostra interpretazione della nozione di cripto-attività.

La tesi prospettata pare anche idonea a risolvere il problema di disciplina dei *token* ibridi, aventi cioè sia funzione di investimento sia funzione di godimento di un bene o servizio. La natura spesso ibrida dei *token*, infatti, mal si concilia con l'interpretazione tradizionale della classificazione delle cripto-attività attuata dal MiCAR, che ne impone

⁶⁹ Lo rileva la stessa dottrina contraria all'inclusione di *security token* nell'ambito applicativo del MiCAR: M. CIAN, *La nozione di criptoattività*, cit., 75; cfr. R. LENER, *Criptoattività e cripto valute*, cit., 387.

⁷⁰ L'art. 2 del Regolamento Prospetti infatti definisce i titoli, oggetto dell'obbligo di pubblicazione del prospetto ai sensi dell'art. 4, rinviando (tranne che agli strumenti del mercato monetario) ai valori mobiliari di cui all'art. 4, par. 1, punto 44 della MiFID II, nella cui definizione appunto non rientrano i *token* privi dei requisiti di standardizzazione e negoziabilità.

⁷¹ V. ESMA, *Advice*, cit., 40-41, che già prima dell'introduzione del MiCAR evidenziava i rischi per gli investitori derivanti dai vuoti nella regolazione delle cripto-attività non qualificabili come strumenti finanziari.

⁷² M. CIAN, *La nozione di criptoattività*, cit., 75; cfr. R. LENER, *Criptoattività e cripto valute*, cit., 387: «Deve poi essere considerata con particolare attenzione la scelta di equiparare i prestatori di servizi in cripto attività ai più tradizionali intermediari finanziari, nonostante la dichiarata natura non finanziaria delle criptoattività oggetto di offerta».

l'incasellamento *tout court* o nella categoria degli strumenti finanziari o in quella degli *utility token*⁷³; nella nostra prospettiva, invece, un *token* avente funzione mista sarà comunque soggetto alla disciplina del MiCAR⁷⁴.

5. La mancanza di una regolazione cross-sectoral

In conclusione, le problematiche connesse all'inclusione dei nuovi servizi relativi alle cripto-attività e alla CBDC tra le attività degli intermediari hanno un minimo comun denominatore nella mancanza di un approccio realmente *cross-sectoral* da parte del legislatore e della Commissione UE. Tale approccio normativo non è efficiente per intermediari polifunzionali, poiché devono implementare diversi processi operativi in conseguenza della diversa forma del prodotto, confonde i clienti sullo *standard* di tutela loro fornita e può produrre una riqualificazione dei prodotti volta ad evitare l'applicazione della legislazione più rigorosa⁷⁵.

Il MiCAR, pur regolando anche cripto-attività con una funzione di investimento, adotta una disciplina in parte modellata su quella degli strumenti finanziari contenuta nella MiFID II⁷⁶, per quanto riguarda ad esempio le disposizioni sulla valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza, in parte derogatoria, sia per la mancanza di una tutela diversificata di clienti professionali e clienti al dettaglio, sia per l'assenza di disposizioni sulla *product governance*⁷⁷. Tale arbitraggio

⁷³ Cfr. ESMA, *Advice*, cit., 4. La suddivisione dei token in *utility* e *investment* era già stata criticata prima dell'introduzione del MiCAR da L. OLIVEIRA, L. ZAVOLOKINA, I. BAUER, G. SCHWABE, *To Token or not to Token: Tools for Understanding Blockchain Tokens*, in *Zurich Open Repository and Archive*, University of Zurich, 2018, 6, in quanto i *token* possono in concreto svolgere più di una funzione; in tal senso anche G. GITTI, *Emissione e circolazione di cripto attività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, cit., 19-20; v. anche V. FERRARI, *The regulation of crypto-assets in the EU - Investment and payment tokens under the radar*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2020, 340-341.

⁷⁴ In tal senso anche P. ZICKGRAF, *op. cit.*, 217-218.

⁷⁵ Così V. COLAERT, *European banking, securities and insurance law: cutting through sectoral lines?*, in *Common Market Law Review*, 2015, 1583-1584; conforme A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., 11.

⁷⁶ In tal senso v. M. CIAN, cit., 75 ss.; S. GIULIANI, cit., 56 ss.

⁷⁷ S. GIULIANI, cit., 58.

regolatorio non pare giustificabile, come invece sostenuto da alcuni commentatori, né in considerazione della complessità tecnica dei *crypto-assets*, né dell'asserita impossibilità di individuare un soggetto produttore delle cripto-attività⁷⁸.

Per quanto riguarda l'assenza di regole di *product governance*, il MiCAR si applica all'emissione di cripto-attività in forma centralizzata, da parte cioè di soggetti identificabili come emittenti; in caso contrario il MiCAR non si applica in *toto*, nemmeno per quanto riguarda le disposizioni di tutela dell'investitore o relativa alla pubblicazione del *White Paper*⁷⁹. Le regole di *product governance* ai sensi degli artt. 16, par. 3, e 24, par. 2, MiFID II si applicano inoltre anche ai distributori, il cui ruolo è sostanzialmente analogo a quello dei prestatori di servizi relativi a cripto-attività. Gli obblighi di *product governance*, peraltro, sono ormai previsti in tutti i settori del mercato finanziario come dimostrato dalla loro estensione al settore assicurativo, ad opera dell'art. 25, dir. 2016/97/UE⁸⁰, ed a quello pensionistico, ai sensi degli artt. 23 e 25, reg. UE 2019/1238⁸¹.

Anche sul piano dei costi *compliance* la scelta del MiCAR pare opinabile, poiché, pur riducendo i costi derivanti dalla riduzione dell'innovazione nella ingegnerizzazione dei prodotti, priva gli intermediari dei benefici reputazionali e della riduzione del rischio legale, derivanti dalla produzione e distribuzione di prodotti conformi al mercato di riferimento⁸²; benefici particolarmente importanti in un mercato, quello delle cripto attività, nel quale vi è sia incertezza sulla disciplina applicabile sia una diffusa diffidenza degli investitori sull'adeguatezza dei prodotti stessi.

Per colmare tale lacuna si può adottare un'interpretazione estensiva degli obblighi di *product governance*, valorizzando sia il considerando n. 18 della dir. 2017/593/UE, dal quale si desume che la *product*

⁷⁸ Queste sono le motivazioni ipotizzate da S. GIULIANI, cit., 58.

⁷⁹ R. LENER, S. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea*, cit., 6; F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 52 ss.

⁸⁰ V. A. CAMEDDA, *La product oversight and governance nel sistema di governo societario dell'impresa di assicurazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 234 ss.

⁸¹ V. G. MATTARELLA, *La normativa europea sui prodotti pensionistici individuali paneuropei tra regolazione del mercato e automatizzazione dei servizi finanziari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2023, 120 ss.

⁸² Questo sarebbe uno dei vantaggi delle regole di *product governance* secondo A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., 8.

governance deve avere applicazione generalizzata per tutte le forme di investimento introdotte sul mercato, indipendentemente dalla negoziabilità o meno del prodotto⁸³; sia i riferimenti ai “prodotti di investimento” contenuti nell’art. 10, par. 5 e 8, dir. 2017/593/UE.

Il MiCAR, inoltre, deroga al più rigoroso regime di approvazione del prospetto da parte dell’autorità di vigilanza, previsto dal regolamento 2017/1129 UE, in favore di un regime di mera comunicazione, sottoponendo anche sotto questo profilo prodotti aventi funzione di investimento a due regimi normativi diversi.

Non prevedendo, infine, una segmentazione delle tutele di tipo soggettivo, il MiCAR si discosta nettamente sia dall’impostazione del reg. UE 1286/2014, che prevede la fornitura del KID solo ai clienti al dettaglio⁸⁴, sia da quella delle direttive MiFID I e MiFID II, fondate su una classificazione della clientela rilevante al fine dell’ampiezza degli obblighi comportamentali gravanti sugli intermediari⁸⁵. A livello della

⁸³ G. LA ROCCA, *Introduzione alla product governance. Premesse sistematiche; obblighi e responsabilità dei «produttori»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 590 ss., per il quale «sono soggetti alla product governance non solo gli strumenti finanziari, ma tutti i prodotti venduti sui mercati, compresi — anzi a maggior ragione — gli OTC e gli altri prodotti illiquidi». Secondo l’Autore, ciò sarebbe confermato «dal par. 24 degli Orientamenti ESMA, il quale [...] precisa che «per i prodotti personalizzati o su misura, il mercato di riferimento del prodotto sarà solitamente costituito dal cliente che ha ordinato il prodotto». Per l’Autore, infatti, «ciò conferma che la product governance deve essere effettuata anche per il prodotto di investimento non destinato alla circolazione o ad una massa di clienti più o meno ampia». Tale argomento è confermato dai recenti *Orientamenti Esma sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*, 3/08/2023, ESMA 35-43-3448, par. 31, che per i prodotti personalizzati identificano il *target market* nel cliente che ha ordinato il prodotto.

⁸⁴ V. l’art. 4 e il 6° *considerando* del reg. UE 1286/2014. Sul reg. UE 1286/2014 v. V. COLAERT, cit., 1594-1601.

⁸⁵ Sulla differenziazione delle tutele in ragione del profilo soggettivo dei clienti operata dalla normativa di attuazione della direttiva MiFID I v. R. NATOLI, *Il contratto “adeguato”*, cit., 98-102; sulla graduazione delle tutele in base al criterio soggettivo nella MiFID II v. M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e organizzazione. I limiti di MiFID II*, in questa *Rivista*, 2020, 153, e N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, 791-792. Come evidenzia D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017, 207-211, a livello nazionale un principio di graduazione delle tutele in relazione alla tipologia del cliente, consacrato anche a livello legislativo nell’art. 6, comma 2°, t.u.f., era espresso già dall’art. 31, comma 1°, reg. Consob n. 11522/1998, il quale prevedeva che nei rapporti tra intermediari e operatori qualificati non si applicavano una serie di

legislazione europea si può notare come anche il reg. UE 2019/1238 sui PEPP abbandoni la tradizionale segmentazione delle tutele connessa alla diversa qualificazione del cliente⁸⁶.

Com'è noto, le regole di trasparenza impongono costi derivanti dalle spese necessarie per la comunicazione al pubblico delle informazioni, come quelle conseguenti all'assunzione di personale dedicato, al ricorso a consulenze esterne e alla diffusione dell'informazione⁸⁷. Poiché questi costi di *compliance* sono sopportati dai clienti sotto forma di aumento del costo del servizio, la disciplina dei servizi di investimento distingue tra cliente al dettaglio e cliente professionale al fine di calibrare l'intensità delle regole di comportamento e, dunque, dei costi, evitando di accollare oneri superflui qualora il cliente possa "cavarsela da solo"⁸⁸.

La generalizzazione dell'obbligo di adeguatezza imporrà dunque costi superflui ai prestatori di servizi relativi a cripto attività e ai clienti, con potenziali effetti anticoncorrenziali in quanto gli intermediari tradizionali – come enti creditizi e imprese di investimento –, con reti distributive e clientela consolidate, sono capaci di maggiori economie di scala rispetto ai nuovi operatori del mercato delle cripto-attività⁸⁹.

disposizioni, tra le quali, in via esemplificativa, quelle attinenti alla gestione dei conflitti di interessi (art. 27, reg. Consob n. 11522/1998), allo scambio di informazioni tra intermediario e cliente (art. 28, reg. Consob n. 11522/1998) e agli obblighi comportamentali in caso di operazioni non adeguate (art. 29, reg. Consob n. 11522/1998).

⁸⁶ V. G. MATTARELLA, *La normativa europea sui prodotti pensionistici individuali paneuropei*, cit., 132 ss.

⁸⁷ Così A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 38.

⁸⁸ A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 201-202. La traslazione dei costi di *disclosure* ai clienti è evidenziata da O. BEN-SHAHAR, C. E. SCHNEIDER, *The Failure of Mandated Disclosure*, in *159 U. Pa. L. Rev.* 647, 2011, 736-737. La medesima *ratio* di contenimento dei costi informa anche l'art. 25, par. 4, dir. 2014/65/UE – che nel nostro ordinamento trova riscontro all'art. 43, reg. Consob n. 20307/2018 –, che, in presenza di strumenti finanziari non complessi, e di una iniziativa del cliente volta alla prestazione del servizio, consente di evitare i costi della consulenza connessi alla valutazione di adeguatezza e, dunque, di usufruire di un servizio di più rapido ed economico: N. MOLONEY, cit., 810; v. A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 223.

⁸⁹ Gli effetti anticompetitivi degli obblighi di trasparenza sono evidenziati da O. BEN-SHAHAR, C. E. SCHNEIDER, cit., 738. V. in generale R. LENER, *Criptoattività e cripto valute*, cit., 387, il quale già sottolineava che la Proposta di regolamento «con riguardo al mercato delle criptoattività, per come è strutturata, e nonostante la

Sul versante della digitalizzazione della moneta pubblica, la scelta di un modello intermediato per le operazioni di pagamento in Euro digitale suggerisce di assicurare il *level playing field* tra i servizi in Euro digitale e i servizi di pagamento aventi ad oggetto moneta bancaria; tuttavia è dubbio che a tale conclusione si possa arrivare sulla base della normativa vigente.

Sebbene in senso affermativo deponga il principio di neutralità tecnologica accolto dal considerando n. 21 della PSD2, la scelta del legislatore europeo di ricorrere ad una *rule* per definire il concetto di fondi⁹⁰ impedisce interpretazioni estensive o analogiche dell'art. 4, n. 25, della PSD2 volte ad includervi anche la CBDC, la cui natura atipica la rende difficilmente sussumibile in una delle forme di moneta ivi menzionate. Non a caso l'art. 2, n. 23, della Proposta di direttiva sostitutiva della PSD2 e l'art. 3, n. 30 della Proposta di regolamento sui servizi di pagamento (PSR) propongono di estendere la nozione di fondi a tutte le forme di moneta emesse dalla banca centrale per l'utilizzo dei clienti al dettaglio⁹¹; al contempo l'art. 5, par. 3 della Proposta di regolamento sull'Euro digitale estende integralmente ai servizi di pagamento in CBDC le disposizioni della PSD2, rinvio che in futuro

previsione di esenzioni, potrebbe addirittura avere l'effetto di rallentare la nascita di nuovi operatori, portando piuttosto al consolidamento dei soggetti esistenti, i quali sono già riusciti a raccogliere la liquidità necessaria per rispettare le norme che verranno emanate»

⁹⁰ Sulla PSD2 si rinvia a F. MARASÀ, *Servizi di pagamento e responsabilità degli intermediari*, Milano, 2020, 17 ss.; per un commento alla disciplina italiana di attuazione v. S. VANINI, *L'attuazione in Italia della seconda direttiva sui servizi di pagamento nel mercato interno: le innovazioni introdotte dal d.lgs. 15 dicembre 2017, n. 218*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 839 ss.

⁹¹ *Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on payment services and electronic money services in the Internal Market amending Directive 98/26/EC and repealing Directives 2015/2366/EU and 2009/110/EC*, il cui testo è consultabile al seguente link: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:e09b163c-1687-11ee-806b-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF; Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativo ai servizi di pagamento nel mercato interno e che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010, il cui testo è consultabile al seguente link: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:04cc5bd5-196f-11ee-806b-01aa75ed71a1.0010.02/DOC_1&format=PDF. Per un primo commento v. F. CASCINELLI, L. BETTINELLI, *Verso la PSD3 e il nuovo Regolamento sui Servizi di Pagamento*, Ottobre 2023, in www.dirittobancario.it.

dovrà intendersi come riferito al nuovo pacchetto normativo sui servizi di pagamento.

Tuttavia la Proposta di regolamento sull'Euro digitale prevede una serie di disposizioni dedicate precipuamente ai servizi di pagamento relativi alla CBDC, disattendendo l'intento di fornire una regolazione *cross-sectoral*. In tal modo spetterà all'interprete il compito di coordinare la futura normativa sull'Euro digitale e la nuova normativa sui servizi di pagamento onde evitare sovrapposizioni e antinomie tra i due plessi normativi. Certamente i pagamenti *off-line* non soggiaceranno alla futura normativa sui servizi di pagamento poiché non sono intermediati e sono assimilabili ai pagamenti *cash*, i quali sono espressamente esentati da tale normativa ai sensi dell'art. 2, par. 2 del PSR; pare poi difficile conciliare l'art. 30 della Proposta di regolamento sull'Euro digitale, che dispone laconicamente l'istantaneità del *settlement*, con le dettagliate regole sui tempi di esecuzione dei pagamenti previste dagli artt. 82 ss. del PSR.

Analogo problema di coordinamento si pone tra la dir. 2014/92 UE e la Proposta di regolamento sull'Euro digitale. L'art. 14, par. 2 già citato, che estende ai servizi di base in CBDC l'applicazione del capitolo IV della direttiva 2014/92/UE sul diritto al conto, lascia permanere notevoli dubbi sul suo ambito di applicazione soggettivo e oggettivo.

Poiché l'art. 14, par. 2 da un lato si riferisce alle persone fisiche di cui all'articolo 13, paragrafo 1, lettera a), prive di un conto in euro non digitale, dall'altro lato limita l'applicazione del capo IV della direttiva 2014/92 «all'accesso dei consumatori al conto in euro digitale con servizi di base», non è chiaro se il diritto al conto sia attribuito ai soli clienti qualificabili come consumatori o anche a chi contragga nell'esercizio di un'attività professionale, commerciale o imprenditoriale. Sebbene appaia preferibile una lettura estensiva dell'art. 14, par. 2, alla luce del riferimento, nell'art. 14, par. 1, alle persone fisiche quali aventi diritto alla fornitura dei servizi su mera richiesta⁹², è auspicabile un chiarimento in sede di adozione del regolamento definitivo.

⁹² Si vedano anche i riferimenti alle persone fisiche nel considerando 30: «[...] i servizi di pagamento in euro digitale dovrebbero includere servizi di pagamento di base e aggiuntivi in euro digitale. I servizi di pagamento di base in euro digitale sono servizi di pagamento, di conto o di supporto considerati essenziali per l'uso dell'euro

Pare escluso che l'obbligo a contrarre abbia ad oggetto anche il conto di pagamento in moneta scritturale, anche se il riferimento al conto di pagamento di cui alla direttiva 2014/92 lascia qualche dubbio⁹³; certamente la conferma in sede di regolamento definitivo di una formulazione restrittiva limiterebbe l'utilizzo della CBDC, considerato che le operazioni di *funding* e *de-funding*, funzionali al rispetto dei limiti all'ammontare di CBDC detenuta, richiedono il collegamento con un conto di pagamento in moneta scritturale.

Infine, sebbene la nozione di *switching* di cui all'art. 2, n. 26, della Proposta di regolamento sull'Euro digitale ricalchi pedissequamente la definizione di cui all'art. 2, n. 18, dir. 2014/92, manca un coordinamento tra la disciplina del trasferimento del conto contenuta nell'art. 31 della Proposta di regolamento sull'Euro digitale e quella avente ad oggetto la stessa materia contenuta negli artt. 9 ss., dir. 2014/92/UE. In definitiva, l'attuale approccio normativo alla digitalizzazione del sistema finanziario non è idoneo ad assicurare una regolazione chiara e coerente, complicando così la *compliance* degli intermediari e confondendo i clienti sulle tutele loro fornite⁹⁴.

L'attuale diritto dell'economia, dunque, non si distacca del tutto dalla tendenza del diritto europeo alla proliferazione di normative

digitale da parte delle persone fisiche. Ciò comprende, tra l'altro, la fornitura di almeno uno strumento di pagamento a persone fisiche». In senso contrario però depone il considerando 28, che riferisce l'applicazione del capo IV della direttiva 2014/92 «all'accesso al conto in euro digitale con caratteristiche di base da parte dei consumatori che non sono clienti di un ente creditizio».

⁹³ La possibilità di configurare un diritto al conto di pagamento in moneta scritturale è prospettata da L. MORMILE, *Conto corrente e recesso ad nutum*, in *www.ilcaso.it*, 7 ss.; ID., *Servizi bancari "essenziali"*, cit., 715 ss., spec. 734 ss.; in giurisprudenza v. Trib. Palermo, 14 gennaio 2021, in *www.ilcaso.it*, con nota di L. MORMILE, *Conto corrente e recesso*, cit.; tuttavia, il Tribunale ha respinto il ricorso ex art. 700 c.p.c. dell'impresa, volto a inibire il blocco all'operatività dei conti correnti a seguito del recesso della banca. In senso contrario all'esistenza di un generale obbligo a contrarre degli intermediari v. in dottrina U. MORERA, *Sull'inesistenza di un diritto al conto corrente bancario in capo ai "non consumatori"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 539 ss., spec. 544 ss.; G. LIACE, *Il diritto al conto corrente bancario*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 460 ss., spec. 469 ss.; v. F. GIGLIOTTI, *op. cit.*, 260 ss.; tra le decisioni dell'ABF v. *ex multis* ABF Milano, 14 febbraio 2020, n. 2540, in *www.arbitrobancariofinanziario.it*.

⁹⁴ V. V. COLAERT, cit., 1583-1584; A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., 11.

settoriali prive di una reale sistematicità, che delega al giurista il compito di svelare i rapporti tra la normativa generale (MiFID II, PSD2, ecc.) e quella speciale⁹⁵; pertanto pare certamente auspicabile un cambio di passo del legislatore europeo nella direzione di una normativa realmente *cross-sectoral*.

⁹⁵ V. le riflessioni di V. ROPPO, *Sul diritto europeo dei contratti: per un approccio costruttivamente critico*, in *Eur. dir. priv.*, 2004, 439 ss., spec. 447, sulle normative privatistiche di matrice europea. Il problema della proliferazione di normative settoriali, peraltro, interseca il tema civilistico della decodificazione, su cui v. N. IRTI, *L'età della decodificazione*, Milano, 1979, 1 ss.; A. M. BENEDETTI, voce *Contratto asimmetrico*, in *Enc. Dir., Annali*, vol. V, Milano, 2012, 370 ss.; V. ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 769 ss.; ID., *Parte generale del contratto, contratti del consumatore e contratti asimmetrici (con postilla sul «terzo contratto»)*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, 669 ss.; G. VETTORI, *La disciplina generale del contratto nel tempo presente*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 313 ss.