

DR Diritto del Risparmio

TRASFERIMENTI DI EMT E INSOLVENZA DEGLI INTERMEDIARI

di Alessandro NEGRI DELLA TORRE e Gian Marco IULIETTO

An e-money token can cross a distributed ledger in a few seconds, yet its receipt may come before both the availability of the agreed currency and the discharge of the debtor. The cross-border payment it belongs to runs on a different timetable, set by two clocks that the ledger does not control: the clock of the corridor (getting into and out of fiat money, compliance checks, usage caps) and the clock of the law (finality, discharge of the obligation, licensing). This article examines both in light of Regulation (EU) 2023/1114, Directive (EU) 2015/2366 and the legislative workstreams converging on 2027.

Novembre

fascicolo 3/2026

ISSN 2785-3004

*Alessandro Negri della Torre è socio operativo di LX20 Law Firm. Gian Marco Iulietto è socio senior di LX20 Law Firm.

Rivista di Diritto del Risparmio

APPROFONDIMENTI

Trasferimenti di EMT e insolvenza degli intermediari*

di Alessandro NEGRI DELLA TORRE e Gian Marco IULIETTO**

Novembre
fascicolo 3/2026

---

* Contributo approvato dai *referee*.
** Alessandro Negri della Torre è socio operativo di LX20 Law Firm. Gian Marco Iulietto è socio senior di LX20 Law Firm.

Abstract

An e-money token can cross a distributed ledger in a few seconds, yet its receipt may come before both the availability of the agreed currency and the discharge of the debtor. The cross-border payment it belongs to runs on a different timetable, set by two clocks that the ledger does not control: the clock of the corridor (getting into and out of fiat money, compliance checks, usage caps) and the clock of the law (finality, discharge of the obligation, licensing). This article examines both in light of Regulation (EU) 2023/1114, Directive (EU) 2015/2366 and the legislative workstreams converging on 2027.

*****

Un e-money token attraversa un registro distribuito in pochi secondi, ma il suo accredito può precedere sia la disponibilità della valuta pattuita sia la liberazione del debitore. Il pagamento internazionale di cui fa parte segue tempi diversi, scanditi da due orologi che il registro non governa: quello del corridoio (ingresso nella moneta legale e uscita da essa, controlli, limiti d'uso) e quello del diritto (definitività, estinzione dell'obbligazione, autorizzazioni). Il contributo li esamina alla luce del regolamento (UE) 2023/1114, della direttiva (UE) 2015/2366 e dei cantieri normativi che convergono sul 2027.

Trasferimenti di EMT e insolvenza degli intermediari.

A cura di Alessandro NEGRI DELLA TORRE e Gian Marco IULIETTO.

SOMMARIO: Premessa. – 1. Il perimetro, prima del merito. – 2. Primo orologio, il registro. – 3. Secondo orologio, il corridoio. – 4. Il contatore dell'art. 23 e i pagamenti fuori dall'area monetaria. – 5. Terzo orologio, il diritto. – 6. "MiCAR 2", gli atti in corso e le scadenze del 2027. – 7. Indicazioni operative.

Premessa.

Una società italiana deve effettuare un pagamento a un fornitore fuori dall'Unione. Le strade sono due. La prima è il bonifico internazionale. L'ordine parte dalla banca del pagatore, viaggia come messaggio sulla rete della Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication ("SWIFT") e attraversa una catena di banche corrispondenti fino al conto del beneficiario. La seconda è l'e-money token. Gli euro sono convertiti in un token emesso da un istituto di moneta elettronica, il token è trasferito su un registro distribuito all'indirizzo del fornitore o del suo intermediario e lì riconvertito nella valuta locale.

Il tesoriere misura due grandezze, quanto impiega il denaro ad arrivare e quanto costa. Il giurista ne misura tre. La prima è il tempo del registro, cioè il momento in cui il trasferimento non è più tecnicamente reversibile. La seconda è il tempo del corridoio, conversioni in entrata e in uscita, controlli antiriciclaggio, limiti d'uso. La terza è il tempo del diritto, quando il pagamento resiste all'insolvenza di un intermediario, quando il debito si estingue, quale autorizzazione serve a chi presta il servizio.

Anche nel bonifico SWIFT regolamento interbancario, disponibilità per il beneficiario e liberazione del debitore restano momenti distinti; decenni di prassi, di contratti interbancari e di sistemi di regolamento protetti dalla legge li hanno però resi più prevedibili. La definitività tecnica del trasferimento di e-money token può precedere la disponibilità della valuta pattuita e l'estinzione dell'obbligazione. La domanda utile, quindi, non riguarda quanto sia veloce il token, bensì chi deve ancora cosa, e a chi, quando il token è arrivato.

1. Il perimetro, prima del merito.

Il regolamento (UE) 2023/1114 relativo ai mercati delle cripto-attività ("MiCAR") si applica a chi emette, offre al pubblico o chiede l'ammissione alla negoziazione di cripto-attività, o presta servizi per le cripto-attività, nell'Unione (art. 2, par. 1). Per la tratta di un pagamento internazionale che si svolge fuori dall'Unione, a cominciare dalla conversione nella valuta del beneficiario, rileva anche la disciplina del paese di destinazione; restano fermi gli obblighi che il diritto dell'Unione pone ai CASP dell'Unione coinvolti nell'operazione.

Il MiCAR definisce l'e-money token ("EMT") come la cripto-attività che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una sola valuta ufficiale (art. 3, par. 1, n. 7). Il regime è costruito per rinvio alla moneta elettronica. L'offerta al pubblico di EMT e la richiesta di ammissione alla negoziazione sono riservate all'emittente autorizzato come ente creditizio o istituto di moneta elettronica ("IMEL"), salvo che terzi agiscano con il consenso scritto dell'emittente (art. 48, par. 1); gli EMT "sono considerati moneta elettronica" (art. 48, par. 2) e, salvo diversa previsione, restano soggetti ai Titoli II e III della direttiva 2009/110/CE (art. 48, par. 3).

Il possessore ha un credito verso l'emittente; l'emissione avviene alla pari contro ricevimento di fondi e il rimborso è dovuto in qualsiasi momento, alla pari e, fatto salvo l'art. 46, senza commissioni (art. 49, parr. 2, 3, 4 e 6). Non sono ammessi interessi, né da parte dell'emittente né da parte dei prestatori di servizi per le cripto-attività ("CASP"), e la nozione di interesse comprende ogni beneficio legato alla durata della detenzione (art. 50). Almeno il 30% dei fondi ricevuti va depositato in conti separati presso enti creditizi; il resto va investito in attività sicure e a basso rischio, qualificabili come strumenti finanziari altamente liquidi, denominati nella stessa valuta di riferimento (art. 54).

Il perimetro va letto anche nella direzione opposta, quella delle esclusioni. L'art. 2, par. 4, sottrae a MiCAR le cripto-attività che si qualificano come depositi (lett. b) e come "fondi", salvo che si qualifichino come EMT (lett. c). Ne discendono due conseguenze. Il token qualificabile come deposito non è un EMT. Resta nel diritto bancario, con un diverso profilo di rischio per il cliente. L'EMT, a sua volta, rientra sia in MiCAR sia nella nozione di "fondi" della direttiva (UE) 2015/2366 ("PSD2"), alla quale MiCAR rinvia espressamente (art. 3, par. 1, n. 14); l'art. 4, n. 25, PSD2 include tra i fondi la moneta elettronica. Lo stesso token è

dunque, insieme, cripto-attività e moneta elettronica. Da questa doppia natura derivano sia i vantaggi dell'EMT nei pagamenti internazionali, sia le sue frizioni regolamentari.

2. Primo orologio, il registro.

SWIFT non trasferisce denaro. È una rete di messaggistica. I fondi si muovono per effetto di registrazioni sui conti che le banche tengono l'una presso l'altra (conti nostro e vostro) e, in ultima istanza, nei sistemi di regolamento lordo in tempo reale in moneta di banca centrale. Ogni anello della catena può portare con sé un orario di chiusura, un fuso orario, un controllo di conformità e un fabbisogno di liquidità costituita in anticipo presso il corrispondente. Il Financial Stability Board ("FSB") indica queste frizioni tra le cause strutturali di costi e ritardi, insieme alla lunghezza delle catene di intermediazione (relazione del 9 aprile 2020).

I numeri, però, non confermano l'immagine del bonifico internazionale come intrinsecamente lento. Secondo SWIFT, il 75% dei pagamenti raggiunge la banca del beneficiario entro dieci minuti e la tratta transfrontaliera pesa per il 20% del tempo complessivo di una transazione media; il restante 80% si consuma nell'"ultimo miglio" domestico (comunicato del 25 settembre 2025). Questi dati misurano l'arrivo alla banca del beneficiario. Dal lato del cliente, il FSB rileva invece che, nel segmento al dettaglio, i servizi che accreditano il beneficiario entro un'ora sono il 35,4% e ritiene improbabili miglioramenti globali soddisfacenti entro le scadenze del 2027 (relazione del 9 ottobre 2025).

Nel trasferimento di un EMT su un registro distribuito pubblico, il messaggio e il regolamento sul registro coincidono. La modifica dello stato del registro costituisce il trasferimento sul piano tecnico. Il registro è condiviso dai possessori, è concepito per funzionare senza interruzioni e non richiede, per il trasferimento sul registro, liquidità costituita presso banche intermedie. Il tempo necessario per raggiungere la definitività tecnica dipende dal protocollo, circa quindici minuti su Ethereum, secondo la documentazione ufficiale, e da pochi secondi a circa un minuto su altre reti diffuse nei pagamenti in stablecoin, come Solana, Tron e Stellar. Sulle reti di secondo livello la conferma può essere quasi immediata, ma la definitività piena dipende anche da quella della rete di base sottostante.

Profilo	**Bonifico SWIFT (corrispondenza bancaria)**	**EMT su registro distribuito pubblico**
Natura del binario	Messaggistica; il regolamento avviene sui conti tra banche e, in ultima istanza, in moneta di banca centrale	Il registro è insieme messaggio e regolamento sul piano tecnico
Bene trasferito	Moneta bancaria, crediti verso le banche della catena	Moneta elettronica, credito verso l'emittente, rimborsabile alla pari (art. 49 MiCAR)
Orari	Orari dei sistemi e delle banche; fusi orari; giorni lavorativi	Funzionamento concepito come continuo
Liquidità	Costituita in anticipo presso i corrispondenti	Necessaria presso i convertitori di ingresso e di uscita
Definitività	Giuridica nei sistemi designati (direttiva 98/26/CE)	Tecnica, da pochi secondi a decine di minuti secondo la rete
Esposizioni	Banche della catena	Emittente, custode, intermediari, banche delle rampe
Informazioni su pagatore e beneficiario	Regolamento (UE) 2023/1113, nel relativo ambito di applicazione	Regolamento (UE) 2023/1113, nel relativo ambito di applicazione, indipendentemente dall'importo; informazioni non necessariamente incluse nel trasferimento

Profilo	**Bonifico SWIFT (corrispondenza bancaria)**	**EMT su registro distribuito pubblico**
Collo di bottiglia prevalente	Ultimo miglio domestico	Può concentrarsi nell'uscita nella valuta del beneficiario

Tabella 1. Confronto tra i due binari. Fonte, elaborazione degli autori sulle fonti citate nel testo.

Il vantaggio dell'EMT non risiede necessariamente nella velocità media del messaggio interbancario, già elevata, ma può risiedere nelle ore di funzionamento, nell'assenza di liquidità vincolata lungo la catena di corrispondenza e nei corridoi in cui le relazioni di corrispondenza si sono rarefatte, secondo il Committee on Payments and Market Infrastructures della Banca dei regolamenti internazionali ("BRI"), circa un quarto in meno tra il 2011 e il 2020 (comunicato del 13 dicembre 2021). La "definitività" mostrata da un block explorer è un fatto tecnico, probabilistico o economico secondo il protocollo; non costituisce, di per sé, una qualificazione giuridica.

3. Secondo orologio, il corridoio.

Un pagamento internazionale in EMT è una sequenza di tre segmenti, ingresso (moneta legale verso EMT), trasferimento sul registro, uscita (EMT verso la moneta legale del beneficiario). Il tempo complessivo è dato dalla somma dei tre segmenti e dai tempi di attesa tra l'uno e l'altro, ed è solitamente determinato dal segmento più lento. La liquidità è necessaria presso i convertitori in entrata e in uscita. La BRI rileva risultati disomogenei delle stablecoin nei pagamenti transfrontalieri, considerando commissioni, spread e costi di ingresso e di uscita (Annual Economic Report 2026).

Nell'area dell'euro il segmento d'ingresso può beneficiare degli obblighi sui bonifici istantanei. Il regolamento (UE) 2024/886 impone che i conti per i bonifici istantanei siano raggiungibili 24 ore su 24 e in qualsiasi giorno di calendario, e che i fondi siano messi a disposizione entro dieci secondi (art. 5 bis, par. 1, secondo comma, e par. 4, lett. c, del regolamento (UE) n. 260/2012, come modificato); per gli istituti di pagamento e gli IMEL dell'area dell'euro la decorrenza dell'obbligo è fissata al 9 aprile 2027 (art. 5 bis, par. 8).

Lo stesso regolamento ha modificato la direttiva 98/26/CE, includendo gli istituti di pagamento e gli IMEL, esclusi i soggetti esentati, nella nozione di "ente", e quindi tra i possibili partecipanti ai sistemi designati che eseguono ordini di trasferimento di pagamento (art. 4, con recepimento entro il 9 aprile 2025). Sul piano operativo, l'Eurosistema consente dall'aprile 2025 agli istituti di pagamento e agli IMEL che soddisfano determinati requisiti di accedere a TARGET, compresi T2 e TIPS, con saldi limitati al fabbisogno di regolamento della giornata (comunicazione della BCE del 19 luglio 2024). L'emittente di EMT che sia un IMEL può quindi, in linea di principio e nel rispetto dei requisiti di accesso, regolare l'ingresso e l'uscita in euro direttamente in moneta di banca centrale.

Il collo di bottiglia può così concentrarsi sul segmento d'uscita, nel paese di destinazione, per disponibilità di un intermediario locale autorizzato alla conversione, suo accesso al sistema bancario, regime valutario, controlli. Il dato è simmetrico a quello che SWIFT rileva per sé. Anche nel bonifico tradizionale l'ultimo miglio può assorbire la parte prevalente del tempo. Il registro distribuito può accelerare la tratta centrale, che nei dati SWIFT è già la più rapida.

Il corridoio ha anche un orologio di conformità. Il regolamento (UE) 2023/1113 applica gli obblighi informativi su ordinante e beneficiario ai trasferimenti di cripto-attività quando il CASP dell'ordinante o del beneficiario, oppure il CASP intermediario, ha sede legale nell'Unione (art. 2, par. 1), e li applica indipendentemente dall'importo (considerando 30). Le informazioni vanno trasmesse prima del trasferimento o contestualmente, ma non è necessario che siano direttamente allegate al trasferimento sul registro o vi siano incluse (art. 14, par. 4), e possono quindi viaggiare su canali separati. Accanto al binario DLT può così ricostituirsi uno strato di messaggistica, cioè la funzione che nel modello tradizionale svolge SWIFT.

4. Il contatore dell'art. 23 e i pagamenti fuori dall'area monetaria.

Per gli EMT denominati in una valuta diversa da quella di uno Stato membro, tipicamente il dollaro, l'art. 58, par. 3, MiCAR rende applicabili gli artt. 22, 23 e 24, par. 3. Quando il numero medio e il valore aggregato medio trimestrali, stimati delle operazioni giornaliere associate all'uso come mezzo di scambio all'interno di un'area monetaria unica, superano un milione di operazioni e € 200 milioni, l'emittente deve sospendere l'emissione e presentare entro quaranta giorni lavorativi un piano per riportare l'uso sotto le soglie (art. 23, par. 1).

La norma viene solitamente interpretata come un argine generale all'uso dei token in dollari nei pagamenti europei. Il regolamento delegato (UE) 2025/298, tuttavia, ne definisce il calcolo in modo rilevante per i pagamenti internazionali. Rilevano solo le operazioni in cui pagatore e beneficiario si trovano nella stessa area monetaria unica dell'Unione (art. 3, par. 5); sono dedotti gli scambi con l'emittente o con un CASP contro fondi o altre cripto-attività (art. 3, par. 1, lett. a); i trasferimenti tra due wallet non custoditi non sono inclusi nella segnalazione di cui all'art. 22, par. 1, lett. d, MiCAR (considerando 1).

Se il beneficiario ha la residenza abituale o la sede legale fuori dall'Unione, il pagamento in un EMT in dollari eseguito da un'impresa dell'area dell'euro non rientra nella stima; lo scambio con il CASP con cui l'impresa si procura il token viene dedotto nei termini previsti dal regolamento delegato. La conclusione riguarda la singola operazione verso il beneficiario extra UE. Le altre operazioni del corridoio vanno qualificate una per una. Il limite colpisce l'uso del token come mezzo di scambio all'interno dell'area monetaria; il suo impiego verso paesi terzi richiede quindi di distinguere la singola operazione dagli altri segmenti del corridoio.

Resta fermo che il limite riguarda gli emittenti soggetti a MiCAR. Per i token non conformi, la dichiarazione dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ("ESMA") del 17 gennaio 2025 ha indicato che le autorità nazionali competenti assicurino il rispetto delle regole da parte dei CASP al più presto e comunque entro la fine del primo trimestre 2025.

5. Terzo orologio, il diritto.

La direttiva 98/26/CE protegge gli ordini di trasferimento immessi in un "sistema", cioè in un accordo formale designato dallo Stato membro e notificato all'ESMA (art. 2, lett. a). Gli ordini immessi prima dell'apertura di una procedura d'insolvenza nei confronti di un partecipante sono opponibili ai terzi anche in tale procedura (art. 3, par. 1), non sono revocabili dopo il momento fissato dalle regole del sistema (art. 5) e la procedura d'insolvenza non ha effetto retroattivo sui diritti derivanti dalla partecipazione (art. 7). La protezione riguarda il regolamento nei sistemi designati, non ogni registrazione lungo la catena di corrispondenza.

Un registro distribuito pubblico non integra, di per sé, un sistema designato. Ciò non rende inefficace il trasferimento di EMT; significa che la sua irreversibilità tecnica non basta ad attribuirgli lo scudo della direttiva. In assenza dei presupposti di tale protezione, gli effetti dell'insolvenza dell'intermediario che lo ha disposto, o del CASP che custodisce i token del beneficiario, vanno valutati secondo il diritto concorsuale applicabile.

Nella catena di corrispondenza le parti sono esposte, in successione, alle banche intermedie. Con l'EMT le esposizioni possono moltiplicarsi. Verso l'emittente, il cui debito è rimborsabile alla pari (art. 49) e assistito da fondi investiti secondo l'art. 54; se l'emittente è un IMEL, i fondi ricevuti non costituiscono depositi (art. 6, par. 3, della direttiva 2009/110/CE). Verso il custode, presso cui i token dei clienti devono essere giuridicamente separati dal patrimonio del CASP, così che i creditori di questo non possano aggredirli (art. 75, par. 7, MiCAR). Verso gli intermediari e le banche che gestiscono ingresso e uscita. Il diritto al rimborso alla pari non equivale alla disponibilità immediata delle somme in caso di crisi dell'emittente, per la quale MiCAR prevede piani di risanamento e di rimborso (artt. 46, 47 e 55).

La fungibilità tecnica di un token non identifica né il debitore né i diritti di rimborso. Nei modelli di emissione multipla, uno stesso token è emesso da un'entità dell'Unione e da entità di paesi terzi, fungibili sul registro ma soggette a regimi diversi. La Commissione, nella consultazione mirata sulla revisione di MiCAR del 20 maggio 2026, ha indicato che, secondo la lettura esposta nella consultazione, MiCAR non vieta questi modelli e ha chiesto se debba restare aperta a essi (domanda 30); il Comitato europeo per il rischio sistemico aveva raccomandato di non considerarli consentiti dal quadro vigente (raccomandazione ESRB/2025/9, pubblicata il 20 ottobre 2025). La Presidente della BCE ha osservato che, in questi casi, le tutele di MiCAR raggiungono solo l'emittente dell'Unione (intervento dell'8 maggio 2026). Per chi riceve un pagamento, la verifica dell'emittente effettivo e delle sue condizioni di rimborso è parte della diligenza sul mezzo di pagamento.

Nei pagamenti internazionali la legge applicabile all'obbligazione va individuata preliminarmente (regolamento (CE) n. 593/2008). Qualora si tratti del diritto italiano, i debiti pecuniari si estinguono con moneta avente corso legale (art. 1277 c.c.), e il debitore non si libera eseguendo una prestazione diversa da quella dovuta, salvo consenso del creditore, nel qual caso l'obbligazione si estingue quando la diversa prestazione è eseguita (art. 1197 c.c.).

L'EMT non ha corso legale. Se il pagamento in EMT vada ricondotto a un accordo sulle modalità di adempimento dell'obbligazione pecuniaria o a una prestazione in luogo dell'adempimento è questione aperta, con possibili effetti sul momento liberatorio e sulle garanzie.

In ogni caso l'effetto liberatorio non va presunto. Va regolato dal contratto, che dovrebbe indicare almeno il token accettato e il suo emittente, la rete, il momento liberatorio (numero di conferme o definitività del protocollo), l'indirizzo di destinazione e la responsabilità per errori, gli effetti di una perdita di parità o di una sospensione dei rimborsi, l'allocazione del rischio di mancata trasmissione delle informazioni richieste dal regolamento (UE) 2023/1113 e, se il beneficiario ha bisogno della valuta locale, chi sopporta il costo e il tempo della conversione.

La qualificazione del servizio su EMT anche come servizio di pagamento può richiedere un'autorizzazione ai sensi della PSD2 oppure una partnership con un prestatore di servizi di pagamento autorizzato. Se l'EMT è una moneta elettronica e la moneta elettronica è definita come "fondi", il trasferimento di un EMT è un'operazione di pagamento, cioè l'atto di collocare, trasferire o ritirare fondi (art. 4, n. 5, PSD2). Il CASP che presta il servizio di trasferimento per conto dei clienti (art. 3, par. 1, n. 16, lett. j, e n. 26, MiCAR) può quindi prestare, nello stesso atto, un servizio di pagamento.

L'Autorità bancaria europea ("EBA") ha affrontato la questione con una lettera di non intervento del 10 giugno 2025 (formalmente un parere ai sensi dell'art. 9 quater del regolamento (UE) n. 1093/2010, EBA/Op/2025/08), rivolta alla Commissione, al Consiglio, al Parlamento europeo e alle autorità nazionali. Secondo l'impostazione del parere, il trasferimento di EMT per conto dei clienti e, se il wallet consente trasferimenti da e verso terzi, la loro custodia e amministrazione vanno considerati servizi di pagamento; lo scambio di cripto-attività contro fondi o contro altre cripto-attività non integra, di per sé, un servizio di pagamento.

Secondo le indicazioni del parere, i CASP che già operavano con EMT non erano tenuti a interrompere l'attività in attesa della licenza o di una partnership con un prestatore di servizi di pagamento, ma non oltre il 2 marzo 2026, dopo il quale le autorità sono state invitate a impedire la prestazione dei servizi ai soggetti privi dell'una e dell'altra; a regime, il diritto dell'Unione dovrebbe evitare una doppia autorizzazione. Con un parere del 12 febbraio 2026

l'EBA ha indicato alle autorità di consentire la prosecuzione ai CASP autorizzati come prestatori di servizi di pagamento o in partnership con un prestatore autorizzato e, tra quelli con istanza pendente, solo a quelli che soddisfano determinate condizioni, tra cui ragionevoli prospettive di accoglimento a brevissimo termine; agli altri le autorità dovrebbero chiedere, dal 2 marzo 2026, di interrompere i servizi e dismettere la clientela. In Italia la Banca d'Italia ha precisato che dal 2 marzo 2026 il CASP che intende prestare tali servizi deve essere autorizzato anche ai sensi della PSD2 oppure operare in partnership con un prestatore di servizi di pagamento già autorizzato (comunicazione del 4 settembre 2025).

Una soluzione strutturale è prospettata nel regolamento sui servizi di pagamento ("PSR"). Dopo il testo di compromesso dell'aprile 2026 (documento del Consiglio n. 8221/26), il Consiglio ha adottato il 29 ottobre 2026 la propria posizione in prima lettura (documento del Consiglio n. 8543/1/26 REV 1); il regolamento non è quindi ancora definitivamente adottato. Il testo prevede l'inclusione espressa degli EMT nella nozione di fondi (art. 3, n. 7; considerando 28) e indica che il servizio di trasferimento prestato da un CASP con EMT può costituire esecuzione di operazioni di pagamento (considerando 28). Prevede l'esclusione dall'ambito di applicazione delle operazioni in EMT effettuate direttamente dal pagatore al beneficiario senza intermediari (art. 2, par. 3, lett. b) e degli scambi di EMT intermediati da un CASP o da esso effettuati in nome proprio (art. 2, par. 3, lett. j); l'esclusione così prospettata non coprirebbe però i servizi di trasferimento usati per pagare beni o servizi (considerando 29).

Il testo di compromesso dell'aprile 2026 prevedeva inoltre, all'art. 110 ter del PSR, la modifica dell'art. 60 MiCAR per consentire agli istituti di pagamento di prestare servizi per le cripto-attività relativi a EMT previa notifica. Nelle posizioni del Consiglio la modifica è passata dal PSR alla direttiva destinata a sostituire la PSD2 ("PSD3"), sulla quale il Consiglio ha adottato nella stessa data la posizione in prima lettura (documento del Consiglio n. 8535/1/26 REV 1): l'istituto di pagamento potrà prestare servizi per le cripto-attività relativi a EMT, se equivalenti ai servizi di pagamento per i quali è autorizzato, previa comunicazione all'autorità competente almeno quaranta giornate operative prima (art. 47, che introduce l'art. 60, par. 4 bis, MiCAR). Il percorso inverso sarebbe più oneroso. La PSD3 non prevede un esonero del CASP dall'autorizzazione come prestatore di servizi di pagamento, ma consente di riutilizzare le informazioni già fornite ai sensi di MiCAR (art. 3, par. 4).

La posizione del Consiglio sulla PSD3 precisa che la custodia di cripto-attività non costituirebbe di per sé un servizio di pagamento, ma potrebbe assumere tale qualificazione se il CASP prestasse anche servizi di trasferimento con EMT (considerando 10). Nel quadro prospettato dai considerando 28 e 29 della posizione del Consiglio sul PSR, il pagamento d'impresa a un fornitore estero in EMT, eseguito tramite il servizio di trasferimento di un CASP, potrebbe ricadere nel perimetro dei servizi di pagamento, salvo che operi un'esclusione specifica.

L'analisi va condotta anche in uscita dal perimetro. La PSD2 esclude i fornitori di servizi tecnici che non entrano mai in possesso dei fondi (art. 3, lett. j). La mera fornitura di un wallet non custodito, limitata al supporto tecnico e ricorrendo le condizioni dell'esclusione, non integra, di per sé, un servizio di pagamento. Nel trasferimento tra due wallet non custoditi occorre verificare se intervenga un soggetto che presta un servizio di pagamento e individuarlo sulla base dell'attività effettivamente svolta; per le operazioni dirette senza intermediari la posizione del Consiglio sul PSR prevede espressamente l'esclusione (art. 2, par. 3, lett. b). La frizione riguarda i servizi intermediati di custodia e trasferimento, su cui può poggiare l'uso d'impresa nei pagamenti internazionali.

6. "MiCAR 2", gli atti in corso e le scadenze del 2027.

Una proposta organica di revisione di MiCAR ("MiCAR 2"), a quanto risulta, non è stata ancora presentata. Per gli EMT rilevano quattro cantieri.

La revisione ai sensi dell'art. 140 MiCAR. La relazione finale della Commissione è prevista entro il 30 giugno 2027; la consultazione del 20 maggio 2026 ha posto, tra l'altro, la questione dell'emissione multipla. Nella risposta di settembre 2026 il Sistema europeo di banche centrali ha proposto di sostituire i requisiti minimi di deposito per i token collegati ad attività e gli EMT con percentuali minime di attività di riserva in scadenza entro uno e cinque giorni lavorativi, e ha confermato il sostegno al divieto per i CASP di corrispondere una remunerazione sulle stablecoin. Si tratta di contributi alla revisione, non di modifiche della disciplina vigente.

La proposta di regolamento COM(2025) 943 del 4 dicembre 2025, parte del pacchetto sull'integrazione e la vigilanza dei mercati. Propone di trasferire all'ESMA la vigilanza sui

CASP e di consentire, a determinate condizioni, il regolamento del contante delle operazioni in titoli con alcuni EMT. Il 9 ottobre 2026 il Consiglio ha concordato gli elementi chiave della propria posizione, limitando il trasferimento all'ESMA ai CASP transfrontalieri più significativi; tale posizione non equivale all'adozione del regolamento.

La proposta di regolamento sulla definitività del regolamento (COM(2025) 941), destinata a sostituire la direttiva 98/26/CE. Nel testo di orientamento generale presentato dalla Presidenza (documento del Consiglio n. 13775/26 del 2 ottobre 2026) la nozione proposta di fondi comprende la moneta elettronica, "inclusi i token di moneta elettronica" (art. 2, par. 1, n. 21), e i sistemi istituiti nell'ambito del regime pilota DLT potrebbero essere designati, nel rispetto delle condizioni sia del regolamento (UE) 2022/858 sia del regolamento proposto (considerando 7). La definizione proposta non attribuirebbe di per sé protezione agli EMT. La protezione resterebbe legata alla designazione del sistema e al rispetto dei relativi requisiti.

Il PSR e la PSD3. La posizione in prima lettura del Consiglio sulla PSD3 prevede la modifica dell'art. 60 MiCAR (art. 47) e il percorso agevolato per i CASP (art. 3, par. 4). Prevede inoltre l'abrogazione della direttiva 2009/110/CE (art. 48) e la confluenza del regime degli IMEL in quello degli istituti di pagamento; secondo il considerando 6, i riferimenti di MiCAR agli IMEL emittenti di EMT andrebbero letti come riferiti agli istituti di pagamento emittenti, ferme le specificità del regime degli EMT.

Il 2027 concentra le scadenze previste, il 9 aprile la decorrenza dell'obbligo dei bonifici istantanei per gli istituti di pagamento e gli IMEL dell'area dell'euro; il 30 giugno la relazione finale su MiCAR; a fine anno gli obiettivi del G20 sui pagamenti transfrontalieri.

7. Indicazioni operative.

Per banche, prestatori di servizi di pagamento, CASP e tesorerie d'impresa, le verifiche utili sono sei.

- Mappare il corridoio, per ciascun segmento (ingresso, registro, uscita), tempo, controparte, legge applicabile e autorizzazione.

- Verificare il doppio perimetro, per ogni servizio su EMT, la qualificazione come servizio per le cripto-attività ai sensi di MiCAR e come servizio di pagamento ai sensi della PSD2 e, in prospettiva, del PSR, secondo il testo che sarà adottato.
- Scrivere la clausola di pagamento in EMT, token ed emittente, rete, momento liberatorio, indirizzo, perdita di parità, sospensione dei rimborsi, obblighi informativi, costo e tempo della conversione.
- Selezionare l'emittente, autorizzazione come ente creditizio o IMEL, eventuale significatività, white paper, condizioni di rimborso (art. 49) e composizione delle riserve (art. 54); nei modelli di emissione multipla, identità dell'emittente effettivo.
- Esaminare l'uscita nel paese di destinazione, autorizzazione locale del convertitore, accesso bancario, regime valutario.
- Per gli EMT in valuta non UE, verificare se pagatore e beneficiario si trovano nella stessa area monetaria unica dell'Unione. Il carattere transfrontaliero, da solo, non esclude l'operazione dal calcolo dell'art. 23. Qualificare separatamente ciascuna operazione del corridoio.