

## Stablecoin europee: ora o mai più

Marzo 2026

*Questa nota, che viene pubblicata in forma non definitiva, vuole suscitare un dibattito in ambito nazionale ed europeo sulle stablecoin, un tema che consideriamo importante e con implicazioni generali di politica economica e finanziaria. Una versione definitiva del paper sarà pubblicata alla luce di questo dibattito.*

*Le stablecoin – criptovalute ancorate a valute fiat e sostenute da riserve di asset liquidi – stanno rapidamente trasformando il sistema dei pagamenti globali. Con una capitalizzazione di 270 miliardi di dollari e volumi annui superiori a 33 trilioni, il mercato è quasi interamente denominato in dollari (95%+) e dominato da due emittenti americani (Tether e Circle). L'Europa è sostanzialmente assente: la principale stablecoin in euro (EURC, 360 milioni di dollari) è emessa e gestita da un gruppo statunitense.*

*Questa asimmetria presenta un rischio strategico crescente. Negli Stati Uniti, il Genius Act è concepito per permettere l'utilizzo di stablecoin come vettore di proiezione del dollaro nei pagamenti digitali globali, con effetti potenzialmente perniciosi per l'Europa: introduzione di fatto di un modello di free banking digitale; possibile trasferimento di risparmio europeo verso asset in dollari qualora le stablecoin USD possano remunerare i detentori, [in contrasto con la Savings and Investments Union,] con inadeguate garanzie in materia di anti-riciclaggio; e rischi di sostenibilità legati a riserve parzialmente certificate e controlli insufficienti.*

*Al contempo, le stablecoin offrono opportunità soprattutto per imprese e cittadini, in termini di pagamenti transfrontalieri istantanei e a basso costo, tesoreria aziendale, remittances, automazione tramite smart contract e potenziale aumento della domanda per titoli governativi europei. L'introduzione dell'euro digitale, esteso al mondo corporate e wholesale, rappresenterebbe un abilitatore fondamentale per l'intero ecosistema e ridurrebbe la dipendenza dai circuiti di pagamento americani.*

*Questo paper propone una policy fondata su sei interventi complementari lungo quattro direttrici (regolamentazione, remunerazione, infrastruttura, promozione internazionale): (1) estendere i cap MiCA sulle transazioni anche alle euro-stablecoin che non adottano tecnologia europea, incentivando la costruzione di infrastruttura autonoma; (2) consentire meccanismi di rendimento sulle euro-stablecoin per contrastare la fuga di capitali; (3) integrare le euro-stablecoin nell'infrastruttura BCE; (4) promuovere l'adozione internazionale*

*tramite accordi bilaterali nei corridoi commerciali con economie emergenti; (5) esercitare il potere BCE di limitare l'emissione di stablecoin in valuta estera per uso retail; (6) subordinare l'accesso al mercato UE alla localizzazione di attività strategiche per gli emittenti multi-issuance. L'obiettivo è trasformare MiCA da strumento difensivo a leva attiva di promozione dell'euro nel nascente ecosistema dei pagamenti digitali e blockchain.*

*Il paper sottolinea inoltre che la sola costruzione di un'infrastruttura europea per le stablecoin non è sufficiente a garantire l'autonomia strategica dell'Unione se tale infrastruttura resta pienamente contendibile da operatori extra-UE già dominanti per scala, liquidità e network effect. In un contesto in cui altre giurisdizioni adottano modelli di accesso selettivo e politiche industriali esplicite a sostegno dei propri emittenti, l'Europa deve dotarsi di strumenti coerenti con l'obiettivo di sovranità monetaria e digitale. Ciò implica affiancare alla promozione delle euro-stablecoin misure di condizionalità tecnologica, requisiti sostanziali di localizzazione e, ove necessario, clausole di reciprocità e protezione transitoria dell'ecosistema europeo, così da evitare che l'apertura regolata si traduca in una dipendenza strutturale da infrastrutture e operatori extra-europei. Si tratta evidentemente di tema delicato e controverso, su cui attori tech anche europei si sono espressi in maniera differenziata.*

*Questa rapida nota, che la Fondazione M&M – Idee per un Paese Migliore offre come contributo aperto alla discussione pubblica, esplora questi temi e prova a suggerire alcuni elementi per questo percorso. Questa nota è stata preparata da Alberto Albertini, Ersel; Carlo Altomonte, Università Bocconi; Alberto Baban, Fondazione NordEst; Lavinia Borea, financial communication advisor; Francesco Fornarelli, Vitale; Marco Gesualdi, OCSE; Giulio Gottardo, University of Oxford; Franco Passacantando, Istituto Affari Internazionali; Alexander Privitera, American German Institute, Bruxelles; Raffaele Russo, Chiomenti; Tommaso Sacconi, Fondazione M&M; Riccardo Trubiani, Lightspark; con il coordinamento di Fabrizio Pagani, Presidente della Fondazione M&M – Idee per un Paese migliore. Le idee sono espresse a titolo personale e non impegnano le istituzioni di appartenenza.*

*La nota raccoglie i commenti di Barbara Carfagna, giornalista; Alberto Dalmaso, Satispay; Francesca Gabrielli, Assist Digital; Francesco Garzarelli, fund manager; Fabrizio Goria, giornalista; Massimo Itta, Bancomat; Corrado Passera, banchiere.*

## I. Introduzione

La digitalizzazione dei sistemi di pagamento porterà a profondi cambiamenti del sistema finanziario globale e del ruolo internazionale delle valute tradizionali. Al centro di questo sviluppo si trovano le criptovalute e, in particolare, le **stablecoin**. Queste ultime rappresentano uno strumento di pagamento digitale il cui valore è legato a valute fiat (finora quasi esclusivamente al dollaro USA) e sorretto da un paniere di asset liquidi e sicuri.

### Box 1: cosa sono le stablecoin

Una stablecoin è una criptovaluta progettata per mantenere un valore stabile, solitamente ancorato (peg) 1:1 a una valuta fiat come il dollaro americano. A differenza di criptovalute volatili come Bitcoin, la stablecoin garantisce il valore tramite riserve di collaterale (denaro contante, titoli di stato a breve termine e altro). Sebbene esistano progetti legati a materie prime (es. oro), le normative più recenti (Genius Act, MiCa) escludono l'oro dagli asset ammissibili a riserva a causa della sua volatilità di prezzo.

I principali utilizzi delle stablecoin sono:

- Trading: “rifugio” per uscire da asset volatili senza convertire in fiat;
- DeFi (Finanza Decentralizzata): base per prestiti, rendimenti e liquidità automatizzata;
- Pagamenti: transazioni globali istantanee, 24/7, con costi minimi o nulli.

La crescita delle stablecoin non è un fenomeno astratto: esse offrono vantaggi concreti e già oggi misurabili rispetto ai sistemi di pagamento tradizionali. Un'impresa europea che effettua pagamenti transfrontalieri può regolarli in pochi secondi anziché in 2-5 giorni lavorativi, con costi spesso inferiori a un euro rispetto alle commissioni bancarie tradizionali, e soprattutto evitando l'intermediazione di molteplici attori del sistema finanziario. Un lavoratore emigrato può inviare rimesse alla propria famiglia a costi quasi nulli, anziché pagare le commissioni elevate dei circuiti tradizionali. Avendo la natura di cripto-attività, le stablecoin operano 24 ore su 24, 7 giorni su 7, consentendo scambi peer-to-peer che non risentono di cut-off bancari o limiti di importo. A tutto ciò si aggiunge un elemento di discontinuità tecnologica rispetto ai sistemi tradizionali: la programmabilità. Attraverso gli smart contract, le stablecoin consentono l'automazione dei pagamenti (e.g., escrow automatici, pagamenti condizionati, settlement event-driven), aprendo la strada a processi finanziari più veloci ed efficienti.

Questa superiorità tecnologica ne rende urgente la comprensione da parte dei decisori politici e dell'opinione pubblica allargata. Tuttavia, è opportuno accompagnare il riconoscimento di questi vantaggi con una dose di cautela: la storia dei servizi finanziari offre numerosi precedenti di prodotti e servizi introdotti a costi molto bassi o nulli per conquistare rapidamente quote di mercato, cui hanno fatto seguito temi di stabilità finanziaria

oppure, più semplicemente, incrementi significativi dei costi diretti e indiretti una volta raggiunta una posizione dominante. Non è escluso che dinamiche analoghe possano manifestarsi anche nel mercato delle stablecoin.

Le stablecoin stanno conquistando un ruolo crescente nel sistema dei pagamenti internazionali. Nel 2025 il volume processato dalle stablecoin ha superato i 33 trilioni di dollari, un valore ormai paragonabile a quello dei principali circuiti di pagamento tradizionali. Questo ruolo diventerà sempre più centrale grazie a una serie di driver strutturali, tra cui l'adozione B2B nei pagamenti aziendali e nei processi backend dei payment service providers, nonché tramite la crescente tokenizzazione degli asset finanziari, che richiede strumenti di settlement nativi on-chain. In questo contesto, l'azione di policymaker e istituzioni finanziarie gioca un ruolo centrale nella diffusione o meno di questi strumenti, sapendo che essi non rappresentano più solo uno strumento di nicchia per crypto-trader, ma progressivamente un asset strategico.

Negli Stati Uniti, il "Genius Act" (supportato dall'amministrazione Trump ed approvato dal Congresso, ma non ancora completamente attuato)<sup>1</sup> non si limita a regolamentare il settore, ma appare disegnato per sfruttare le stablecoin come vettore per **diffondere il dollaro nei pagamenti digitali globali**, mantenendone o addirittura rafforzandone l'egemonia a spese dell'euro. Questo faciliterebbe anche – fra le altre cose – il finanziamento della spesa pubblica americana, poiché ogni USD-pegged stablecoin emessa genera una domanda addizionale per attività finanziarie denominate in dollari, Treasury bills in primis.

L'impianto normativo del Genius Act presenta una serie di conseguenze, che vanno ben oltre la competizione valutaria. In primo luogo, esso introduce di fatto una forma di *free banking* digitale: consentire a soggetti privati non bancari di emettere strumenti di pagamento ampiamente utilizzati equivale a una parziale privatizzazione della gestione della base monetaria, un modello che nella storia ha generato temi di stabilità e può avere ripercussioni su inflazione, tassi di interesse, trasmissione della politica monetaria.<sup>2</sup> In secondo luogo, qualora la regolamentazione statunitense dovesse progressivamente consentire alle stablecoin in dollari di remunerare i detentori, l'Europa potrebbe assistere a un **corposo trasferimento di risorse finanziarie** verso asset denominati in USD: in un contesto come quello attuale, in cui i depositi bancari europei sono sostanzialmente non remunerati, anche un rendimento modesto offerto da stablecoin in dollari eserciterebbe una forza attrattiva potente sul risparmio europeo, in contrasto con la Savings and Investments Union. In terzo luogo, le stablecoin americane non garantiscono il pieno rispetto delle regole di **Anti Money Laundering**: operando su blockchain pubbliche e in larga parte al di fuori del perimetro bancario tradizionale, esse rischiano di diventare strumenti privilegiati per la criminalità organizzata e l'economia sommersa. Infine, le stablecoin americane presentano **rischi significativi di sostenibilità**: la qualità delle riserve è definita in modo parziale e non adeguatamente certificata con la necessaria frequenza. È emblematico che la principale

---

<sup>1</sup> Il Genius Act, pur nel quadro federale, lascia una certa libertà regolatoria anche agli Stati, quindi una corsa al ribasso potrebbe essere probabile.

<sup>2</sup> Sui rischi per la trasmissione della politica monetaria, vedi:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp3199~ad552b59ec.nl.pdf>.

stablecoin mondiale (USDT) sia emessa da una società; con sede legale in El Salvador, dove i controlli sono parziali e le sanzioni in caso di violazione incerte.

Questo impianto normativo, una volta in vigore, consoliderebbe il dominio del dollaro sul sistema finanziario, erodendo potenzialmente la sovranità monetaria europea e spostando flussi di risparmio verso asset denominati in dollari e infrastrutture (hardware e software) e servizi collegati (ad es. exchange) extra-europei. Il rischio di una “dollarizzazione digitale” è concreto e crescente: se gli strumenti di pagamento e regolamento più efficienti del futuro restano denominati in dollari, l’Europa perderà progressivamente il controllo su ampi segmenti del sistema finanziario o la capacità di competere sulle tecnologie digitali. Queste preoccupazioni acquistano ulteriore rilevanza guardando ai numeri del mercato stablecoin dove oltre il 95% è costituito da token ancorati al dollaro, con una concentrazione fortissima su due stablecoin americane, USD Tether (USDT) e USD Coin (USDC).

Nel frattempo, la Russia e i paesi BRICS hanno risposto annunciando stablecoin alternative per sganciarsi dal dollaro. L’Europa, invece, rischia di trovarsi priva di un’alternativa credibile, oppure costretta ad affidarsi a strumenti poco capitalizzati e dipendenti da tecnologie extra-UE come la stablecoin **EURC** (emessa da Circle): una stablecoin sì denominata in euro, ma emessa da un gruppo USA e appunto dipendente da infrastrutture tecnologiche non UE.

L’attuale traiettoria di mercato pone quindi l’Europa di fronte a un bivio: subire passivamente questa dollarizzazione digitale oppure proporre un modello alternativo competitivo fondato su un’infrastruttura di pagamenti europea che valorizzi l’euro e ne rafforzi il ruolo nell’economia digitale. Le stablecoin stanno diventando un terreno di scontro sul quale potrebbe decidersi come saranno ripartiti i rapporti di forza nel futuro sistema finanziario. Un approccio globale caotico e competitivo fra varie giurisdizioni aumenterà i rischi per la stabilità finanziaria. Per questo è opportuno che l’Europa offra un modello proprio forte e competitivo, quantomeno ritagliando un ruolo per le stablecoin ancorate all’euro in concorrenza con quelle legate al dollaro.

Le stablecoin hanno già piena cittadinanza regolatoria nell’Unione Europea, nell’ambito del regolamento europeo *Markets in Crypto assets* (MiCa). Possono essere emesse sia da Istituti di Moneta Elettronica che dalle banche, anche attraverso modelli di **multi-issuance** in cui più emittenti, basati in giurisdizioni diverse all’interno e all’esterno dell’UE, contribuiscono alla diffusione dello stesso strumento di pagamento. L’Unione sta quindi cercando di canalizzare l’evoluzione dei *crypto-assets*, tramite regole che variano in base alle loro caratteristiche, verso un perimetro più controllato, con l’intenzione di rendere il loro utilizzo più sicuro per i cittadini europei e in linea con gli obiettivi di stabilità finanziaria. Inoltre, il **DLT Pilot Regime** (Regolamento UE 2022/858) rappresenta un’importante iniziativa per consentire la sperimentazione di infrastrutture di mercato basate su Distributed Ledger Technology (DLT) all’interno di un quadro regolatorio controllato, aprendo la strada alla tokenizzazione di strumenti finanziari tradizionali (vedi Box 2). Tuttavia, il fatto che le stablecoin siano “ammissibili” sotto il profilo regolatorio non significa che l’emissione e la eventuale diffusione di stablecoin ancorate a titoli europei siano incoraggiate. Se così accadesse, il sistema

finanziario europeo, nonostante la sua tecnologia per certi versi superiore a quella americana, potrebbe trovarsi ancora una volta a doversi difendere dalla perdita di flussi finanziari domestici e internazionali che finirebbero per essere investiti in attività denominate in USD, anziché nel mercato dei capitali dell'UE.

### Box 2: Distributed Ledger Technology

La Distributed Ledger Technology è un sistema digitale per la registrazione di transazioni in cui i dati non risiedono su un server centrale (come quello di una banca), ma sono duplicati, condivisi e sincronizzati attraverso una rete di “nodi” indipendenti. Ogni nodo possiede una copia identica del registro. Per validare una nuova transazione, la rete utilizza un meccanismo di consenso; una volta approvata, la modifica viene aggiornata simultaneamente su tutte le copie. Questo rende il sistema estremamente resiliente e difficile da manomettere, poiché non esiste un singolo punto di fallimento (“single point of failure”). La Blockchain è la forma più famosa di DLT, ma non l'unica.

I rilievi sulle stablecoin si sono finora concentrati soprattutto, non necessariamente a torto, sui rischi dello strumento, per esempio di utilizzo a fini di riciclaggio e pericolo per stabilità finanziaria. Tuttavia, a fronte di uno sviluppo così rapido e di una previsione di crescita altrettanto intensa, è anche utile approfondire se, accanto ai rischi, lo strumento offra o meno tangibili opportunità. Il fenomeno, soprattutto in riferimento alla criptovalute (Bitcoin, Ethereum, ecc.), viene spesso presentato come: “uno strumento di riciclaggio ed economia sommersa, generatore di grandi rischi sistemici”, senza aggiunte o qualificazioni ulteriori. Un messaggio di policy chiaro e articolato, che riconosca sia i rischi sia le opportunità, è critico per orientare correttamente il dibattito pubblico e le scelte politiche.

Questo contributo mira a stabilire:

- Dove siamo nel processo di sviluppo e diffusione delle stablecoin;
- Quali sono le sue opportunità e come stanno rispondendo agli sviluppi recenti banche e istituzioni;
- Le implicazioni e le opzioni di policy per l'Unione Europea.

## II. Dove siamo

La capitalizzazione delle stablecoin ammonta oggi a circa 270 miliardi di dollari, e vari istituti prevedono un aumento estremamente rapido nei prossimi anni (1.600 miliardi di dollari nel 2030 secondo Citi). Secondo i dati della *Bank for International Settlement*, a luglio 2025 il numero di stablecoin in circolazione attiva è passato da circa 60 a metà 2024 a oltre 170. Nonostante questa proliferazione, il mercato rimane fortemente

concentrato: circa il 90% della capitalizzazione complessiva è detenuto da sole due stablecoin ancorate al dollaro statunitense (USDT e USDC). USDT – la stablecoin di Tether e la cryptovaluta più utilizzata – registra da sola una capitalizzazione di quasi 190 miliardi di dollari, il 70% dell'intero mercato globale.<sup>3</sup> La prevalenza di stablecoin legate al dollaro ha portato i fornitori di stablecoin (Tether in primis) tra i primi 5 investitori in Treasuries americani, utilizzati come collaterale (Fig. 1). Il mercato è, di fatto, denominato in dollari: quasi il 70% delle stablecoin attive per numero e quasi il 99% per valore di mercato sono ancorati al dollaro USA.

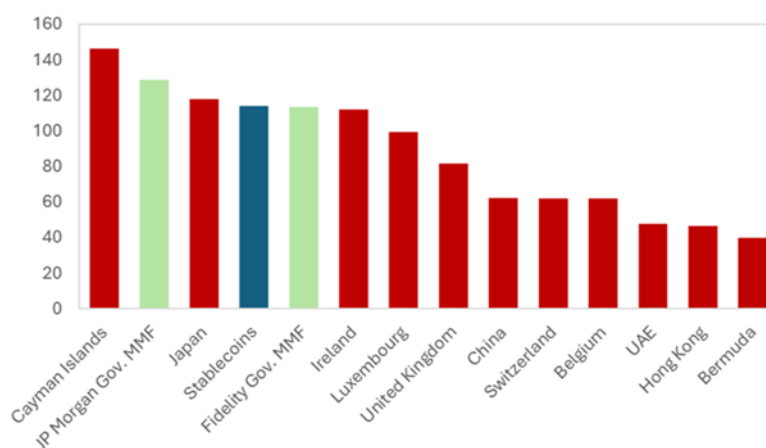
È importante notare che Tether è stata “delistata” dagli exchange europei a seguito dell'applicazione del quadro MiCA al quale Tether non si è resa conforme, rivendicando chiaramente un modello operativo estraneo alle logiche regolamentari. Tuttavia, di recente Tether ha annunciato il lancio di USA1T, una nuova stablecoin USD-pegged conforme al futuro Genius Act, progettata per competere nel mercato istituzionale regolamentato statunitense contro USDC. Questo crea un ulteriore rischio strategico per l'Europa qualora Tether adottasse una strategia analoga nel mercato europeo, lanciando una stablecoin in dollari compatibile con MiCA. Una mossa di questo tipo beneficerebbe dell'enorme network effect maturato da USDT, lo strumento digitale più liquido e più utilizzato al mondo, con ulteriori rischi di dipendenza dal dollaro nei pagamenti digitali e di diffusione su larga scala di alternative europee.

Draft

---

<sup>3</sup> USDT non supera solo le altre stablecoin in termini di utilizzo (scambi), ma tutte le altre cripto (Bitcoin, Ethereum), nonostante alcune di queste vantino una capitalizzazione maggiore.

**Fig. 1: Principali detentori di *Treasuries***



(miliardi di dollari, ca. 2025)

Fonte: Ahmed e Aldasoro (2025).

Attualmente, i principali emittenti di stablecoin (tra cui Tether con USDT) trattengono i rendimenti generati dal collaterale (Treasuries e altri asset liquidi), generando profitti considerevoli (10 miliardi di dollari nel 2025, nel caso di Tether). La questione della **remunerazione** dei detentori di stablecoin è centrale: l'attuale divieto di corrispondere interessi sui token, previsto da MiCa, potrebbe rappresentare un significativo svantaggio competitivo per le stablecoin europee rispetto a quelle americane, dove la regolamentazione in evoluzione consente alcune forme di rendimento alternative alla corresponsione diretta o indiretta di interessi.

Al momento, gli utilizzi prevalenti delle stablecoin sono (Fig. 2):

- liquidità per le transazioni DeFi (46%), poiché possono essere trasferite automaticamente tramite DLT;
- liquidità per le transazioni cripto (39%), dato che consentono di liquidare posizioni in criptovalute volatili (ad es. Bitcoin) senza passare per una, spesso costosa, conversione in valuta fiat;
- arbitraggio automatizzato (12%), ovvero scambi che sfruttano e correggono le imperfezioni del mercato, come le deviazioni dal peg delle stablecoin stesse;
- trasferimenti internazionali (3%).

In sintesi, circa metà delle transazioni tramite stablecoin è collegata ad attività di trading (39%+12%), e l'altra metà (46%+3%) a transazioni "standard" tra gli utenti (Fig. 2), con la seconda quota probabilmente in

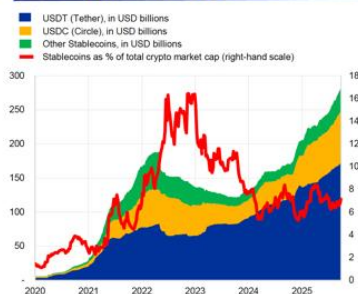
crescita grazie al Genius Act. Per queste due categorie di casi d'uso le stablecoin risultano tecnologicamente superiori alle valute fiat dato che consentono di evitare costi di conversione (da cripto a fiat e viceversa) e permettono transazioni automatiche, istantanee e senza intermediari per qualsiasi importo.

**Fig. 2: Utilizzi prevalenti delle stablecoin**

## Global stablecoin markets continue to scale up

- Stablecoins are used **mostly in the crypto-asset ecosystem**; other use cases include **cross-border payments**

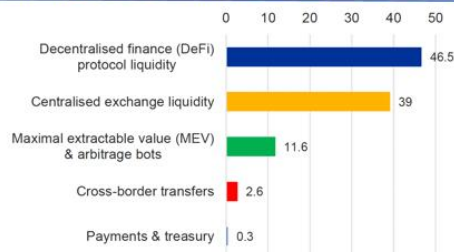
**Size of USD-denominated stablecoins in the crypto-asset ecosystem**



Sources: CoinDesk, IntoTheBlock, CoinMarketCap and ECB staff calculations.  
 Note: Circulating supply used for stablecoin market capitalisation.

ECB PUBLIC

**Stablecoin use cases: share by functional activity**  
 Harmonised snapshot combining 2024/25 datasets, percentage



Sources: Artemis, BCG, McKinsey, Visa Onchain and ECB staff calculations.

Fonte: BCE e varie, vedi immagine.

### III. Opportunità delle stablecoin e iniziative di banche e istituzioni

Le opportunità collegate alle stablecoin derivano dai loro casi d'uso, in particolare nell'ambito DeFi. Ad oggi, il caso a favore delle stablecoin risulta forte dal **lato delle imprese, ma anche dei cittadini** dove i vantaggi in termini di efficienza operativa, riduzione dei costi e velocità di settlement sono tangibili e quantificabili.

Questi argomenti non sono ancora sufficientemente presenti nel dibattito di policy europeo, che resta concentrato quasi esclusivamente sui rischi.

- **Pagamenti e trasferimenti più economici e veloci.** Le rimesse internazionali tramite stablecoin offrono costi minimi, spesso limitati a pochi centesimi, con un'esecuzione delle operazioni istantanea. Una porzione significativamente maggiore del capitale inviato raggiunge quindi il destinatario, con un'efficienza irraggiungibile per i sistemi convenzionali;
- **Protezione del potere d'acquisto.** Nei paesi dove la popolazione è colpita dalla svalutazione della valuta locale, le stablecoin, ancorate a valute forti come il dollaro e potenzialmente l'euro, diventano uno strumento di risparmio superiore rispetto ai tradizionali conti bancari. I cittadini possono acquistarle rapidamente, detenerle senza l'intermediazione delle banche e sono al riparo da sequestri, confische e limitazioni governative;
- **Accessibilità universale.** Chiunque abbia una connessione internet può utilizzare le stablecoin, anche in Paesi con sistemi bancari poco sviluppati. App come Revolut, Venmo, Cash App e Apple Pay – ma anche Bancomat Pay (in fase di progettazione) o simili omologhi europei a breve – possono supportare l'invio e la ricezione di stablecoin come USDT, o in futuro Eur-Bank di Bancomat, con un'esperienza simile a un classico bonifico tra amici ma con trasferimento via blockchain in tempo reale e costi minimi;
- **Pagamenti transfrontalieri e rimesse.** Le stablecoin risolvono problemi che per decenni hanno complicato i pagamenti transfrontalieri, incluse le rimesse dei lavoratori migranti. La velocità di regolamento è il principale vantaggio: una transazione che potrebbe richiedere 2-5 giorni attraverso una catena di banche può essere liquidata immediatamente tramite blockchain, in qualsiasi giorno della settimana e orario. Anche i costi sono inferiori: non ci sono commissioni per intermediari, ma al massimo una commissione fissa del circuito, spesso inferiore a un dollaro;
- **Tesoreria aziendale e gestione della liquidità.** Alcune aziende, tra cui Ferrari tramite BVNK, stanno usando stablecoin per spostare fondi tra sedi internazionali, guadagnare interessi e ridurre i costi di cambio. L'uso di USDC (una stablecoin emessa da Circle) consente trasferimenti globali in pochi minuti anziché giorni, con spread più bassi e possibilità di rendimenti del 3-5% tramite protocolli CeFi.
- **Pagamenti a fornitori e dipendenti.** Una PMI italiana può inviare USDC a un fornitore cinese con rapidità e certezza dell'arrivo e viceversa. Piattaforme come Deel permettono di pagare freelance e lavoratori remoti in stablecoin, tagliando costi e tempi. Secondo le stime di EY-Parthenon, un'azienda con 10 milioni di dollari annui in pagamenti cross-border che adotta le stablecoin può ridurre i costi del 10%, generando un risparmio annuo di circa 1 milione di dollari. Il 41% degli utenti aziendali segnala già una riduzione dei costi pari o superiore al 10%.
- **Automazione tramite smart contract.** Grazie ai contratti DLT, i flussi B2B possono essere automatizzati, come il pagamento alla delivery o le assicurazioni parametriche. IBM e SAP hanno sperimentato l'uso di stablecoin per supply chain tokenizzate, con vantaggi in termini di velocità, controllo e trasparenza. Analogamente, una stablecoin europea potrebbe abilitare la futura tax compliance: integrandosi con identità digitali e sistemi di pagamento automatizzati, gli smart contract potrebbero consentire versamenti fiscali in tempo reale — ad esempio, nel caso del pagamento di un dividendo in stablecoin, lo smart contract potrebbe verificare automaticamente quale ritenuta si applica (tramite API con digital ID e relativi attributi), trasferire il netto al percettore e versare la ritenuta direttamente all'erario.
- **Aumento della domanda per i titoli governativi dell'area Euro.** L'eventuale sviluppo di una o più stablecoin competitive ancorate all'euro potrebbe contribuire in modo significativo alla domanda di titoli

governativi e potenzialmente all'emissione di debito comune, rappresentando una valida alternativa al dollaro e rafforzando il ruolo dell'euro come valuta di riserva.

In un mondo nel quale gli asset e le valute digitali sono destinati a crescere, e la programmabilità e velocità delle transazioni ad aumentare, i policy maker europei dovranno considerare seriamente queste opportunità. L'Unione Europea ha il vantaggio di avere una credibilità regolatoria probabilmente superiore a quella americana e di potersi collocare all'avanguardia di strumenti che potrebbero rafforzare la competitività della moneta comune e dell'economia sottostante. Le banche tradizionali, sia quelle europee che americane, hanno riconosciuto il potenziale effetto dirompente delle stablecoin e della tecnologia sulla quale si basano e hanno lanciato le loro stablecoin. Sono mosse, fra l'altro, da un timore diffuso che abbattendo alcuni dei filtri esistenti negli attuali sistemi di pagamento internazionali, le banche potrebbero vedere compromesse importanti fonti di ricavo. Non è quindi un caso che alcuni istituti di credito stiano offrendo sul mercato stablecoin di propria emissione.

In aggiunta alle stablecoin, stanno emergendo con crescente rilevanza i *tokenized deposits*, ovvero la rappresentazione su tecnologia DLT di un deposito bancario tradizionale, emesso e garantito da una banca. A differenza delle stablecoin – che funzionano come “titoli al portatore” digitali e circolano liberamente su blockchain *permissionless* – i tokenized deposits operano tipicamente su reti private *permissioned*, dove l'accesso è controllato dagli intermediari coinvolti. Questi strumenti sono pensati principalmente per aumentare l'efficienza dei pagamenti interbancari e intra-bancari, dove la DLT consente infatti di automatizzare la riconciliazione e ridurre i tempi di regolamento, richiedendo tuttavia il settlement finale tra i conti bancari sottostanti e preservando quindi il ruolo e il controllo della banca nelle transazioni. Dal punto di vista regolamentare, i tokenized deposits rimangono pienamente equiparati ai depositi bancari e, a differenza delle stablecoin, possono corrispondere interessi ai detentori.

In parallelo, anche alcune banche centrali stanno reagendo a queste innovazioni legate a DLT, con lo sviluppo di valute digitali “centrali”, le Central Bank Digital Currencies (CBDC), come l'euro digitale della BCE e lo yuan digitale cinese. Tuttavia, il ruolo e le funzionalità delle CBDC sono differenti da quelle delle stablecoin. L'euro digitale nasce con un charter limitato, più ristretto dello yuan digitale, e non paragonabile alla gamma di casi d'uso potenzialmente offerti dalle stablecoin. L'Euro Digitale nasce con un charter di “contante digitale” stabile ma molto ristretto e circoscritto per ora ai pagamenti retail. Lo Yuan Digitale nasce con un charter più ampio e ambizioso, ma con un forte controllo delle autorità centrali. Le stablecoin coprono invece una gamma di casi d'uso molto più ampia e priva di limiti (Tab. 1).

**Tab. 1: confronto stablecoin e CDBC**

Caratteristiche	Stablecoin	Euro Digitale	Yuan Digitale
Tecnologia sottostante	DLT pubbliche e decentralizzate	Piattaforma centrale BCE	Modello ibrido
Riserve a supporto	Ad oggi prevalentemente governativi US	Corso legale, moneta di banca centrale.	Corso legale, moneta di banca centrale.
Diffusione ad oggi	Stock 250 Mdi \$. Transazioni H1 2025 4,000mld \$. 30 Milioni di wallet	Non ancora operativo (2029)	Transazioni (cum.) 2,300mld \$. 230 Milioni di wallet
Limiti di importo	Nessun limite di protocollo	Holding max 3k euro per persona	Wallet max 70k \$, spesa giornaliera max 14k \$
Funzionalità pagamenti Retail	Illimitate	Illimitate nei limiti degli importi	Illimitate incluso G2C e C2G
Funzionalità pagamenti Wholesale Domestici	Illimitate	Non previste	Illimitate – 18 Milioni di wallet aziendali già aperti
Funzionalità Wholesale Internazionali	Illimitate	Lanciati progetti Pontes e APPIA per pagamenti wholesale	In fase di pilota
Funzionalità non ottenibili con moneta tradizionale	Programmabilità, Tracciabilità, Divisibilità	Nessuna	TBC
Stabilità	Dipendente da robustezza e trasparenza dell'emittente	Uguale all'Euro tradizionale	Uguale allo Yuan Tradizionale

Ciononostante, **l'introduzione rapida dell'euro digitale rappresenta una priorità strategica per l'Europa**. L'euro digitale costituisce un **abilitatore fondamentale** per l'intero ecosistema dei pagamenti digitali europei, incluse le stablecoin private emesse da intermediari regolati e controllati. La sua introduzione rafforzerà la statura geopolitica e l'attrattività internazionale della valuta europea, segnalando ai mercati e ai partner commerciali la determinazione dell'Europa a non subire passivamente la trasformazione digitale del sistema dei pagamenti. Altrettanto importante, l'euro digitale dovrebbe ridurre la dipendenza dell'Europa dai circuiti di pagamento internazionali, oggi quasi interamente in mano americana e quindi potenzialmente "spugnabili" in qualsiasi momento per decisione unilaterale, una vulnerabilità strategica che gli eventi geopolitici recenti hanno reso drammaticamente evidente. Per queste ragioni, l'euro digitale dovrebbe essere esteso quanto prima anche al mondo **corporate e wholesale**, dove le esigenze di efficienza e automazione sono più pressanti. Secondo alcuni, per ragioni di urgenza, sarebbe ragionevole concentrare le risorse sull'operatività online, rinviando temporaneamente lo sviluppo della funzionalità offline.

Nell'ambito dell'euro digitale, meritano attenzione i progetti **PONTES** e **APPIA**, lanciati dalla BCE per esplorare i pagamenti wholesale nell'area euro attraverso infrastrutture DLT. Questi progetti sono particolarmente rilevanti poiché collegano l'euro digitale alla più ampia dinamica della **tokenizzazione** degli strumenti finanziari: la capacità di rappresentare titoli, obbligazioni e altri asset su registri distribuiti. L'euro digitale presenta inoltre alcune caratteristiche distintive rispetto alle stablecoin: è progettato per funzionare anche **offline**, garantendo accessibilità anche in assenza di connessione, e non prevede limiti di importo per i pagamenti (i limiti riguardano esclusivamente le transazioni offline e l'holding massimo per persona). La complementarità fra euro digitale e stablecoin europee è quindi potenzialmente significativa: il primo fornisce l'infrastruttura pubblica e la standardizzazione, le seconde l'ampiezza dei casi d'uso e la programmabilità.

Le stablecoin e l'euro digitale saranno probabilmente complementari: il secondo favorirà la standardizzazione di procedure, l'interoperabilità e lo sviluppo di un nuovo ecosistema di pagamenti, che a loro volta potrebbero accelerare la diffusione delle stablecoin in Europa. Le decisioni regolatorie, strategiche e politiche relative all'euro digitale sono tuttavia ben distinte da quelle relative alle stablecoin. È legittimo ipotizzare che la diffusione delle stablecoin e la "tokenizzazione" dei mercati finanziari europei potranno avere un impatto significativo sul sistema finanziario europeo, inclusa la Savings and Investments Union.

## IV. Le opzioni dell'Unione Europea

L'Europa è di fronte a una significativa opportunità di aumentare il proprio peso nel sistema finanziario globale, e contribuire alla sua stabilità. Qualora l'occasione non fosse colta, rischierebbe di subire standard esterni, dipendere da fornitori di servizi e infrastrutture estere, e perdere peso nel contesto globale. In alcuni Paesi dell'Unione Europea i vertici politici iniziano a riconoscere che assumere una postura puramente difensiva potrebbe rivelarsi controproducente. Tra di essi il Presidente francese Emmanuel Macron ha

riconosciuto il nesso fra stablecoin, euro digitale e safe asset, i tre pilastri centrali per poter rafforzare il ruolo del sistema finanziario europeo in un contesto globale sempre più incerto. Le stablecoin europee, infatti, genererebbero domanda per bond governativi europei, emessi dagli stati membri o da emittenti comuni.

In questo momento, la principale stablecoin in Europa ancorata all'euro è EURC, emesso dalla controllata europea del gruppo statunitense Circle Internet Group (lo stesso che emette anche USDC in Europa tramite uno schema multi-issuance). Entrambe USDC ed EURC sono sostenute da un collaterale composto principalmente da liquidità e strumenti finanziari equivalenti, quali i bond governativi a breve termine, denominati nella valuta di riferimento.<sup>4</sup> USDT, dal suo canto, mantiene delle riserve che includono asset decisamente più volatili quali ad esempio oro e Bitcoin. Nonostante EURC rispetti la normativa MiCa e sia tecnicamente simile alle alternative ancorate al dollaro, USDC e USDT, la sua capitalizzazione resta estremamente limitata, soltanto 360 milioni di dollari, contro i circa 75 miliardi di USDC e i 190 miliardi di USDT. In sostanza, una stablecoin ancorata al valore dell'euro è già disponibile e in linea con le regolamentazioni vigenti, ma non è utilizzata su scala significativa. Inoltre – e più importante – EURC ha ben poco di europeo a parte la valuta a cui è ancorato: la casa madre Circle, l'infrastruttura tecnologica – fisica e digitale – che ne assicura il funzionamento e garantisce i suoi scambi, incluso lo sviluppo degli smart contract, sono statunitensi. Esistono tuttavia segnali incoraggianti: Qivalis, un consorzio di undici banche europee ha avviato un progetto per un euro-stablecoin conforme a MiCA, e Société Générale ha lanciato il proprio token EUR CoinVertible (EURCV), a dimostrazione che il settore bancario europeo riconosce sia la necessità sia la fattibilità tecnica di una stablecoin genuinamente europea.

I principali ostacoli allo sviluppo di un ecosistema stablecoin realmente europeo sono i seguenti:

1. **Ruolo storico del dollaro.** Il dollaro americano è la principale *reserve currency* globale (60% delle riserve valutarie contro il 20% dell'euro). Su questo si veda il paper della Fondazione M&M – Idee per un Paese migliore, *Un nuovo ruolo per l'euro e l'Europa nel sistema economico globale*.<sup>5</sup> È quindi ragionevole che i crypto trader e gli operatori in ambito DeFi utilizzino maggiormente le stablecoin ancorate al dollaro per gli stessi motivi per cui nazioni e imprese mantengono riserve e concludono accordi in dollari. Tuttavia, la sostanziale assenza dell'euro in ambito stablecoin non può essere spiegata esclusivamente da questo. Va anche considerato che le stablecoin sono utilizzate da molto più tempo negli Stati Uniti come strumento di trasferimento istantaneo di valore, poiché fino al 2023 non si disponeva in America di un sistema di pagamenti domestici istantanei (FedNow).<sup>6</sup>
2. **Disponibilità di *safe asset* e composizione delle riserve.** Il collaterale delle stablecoin europee è un *safe asset* sintetico (un paniere di bond governativi nazionali), mentre il collaterale di quelle

<sup>4</sup> A differenza di quanto talvolta riportato, Circle (emittente di USDC e EURC) mantiene un profilo di riserve relativamente conservativo, composto prevalentemente da Treasuries a breve termine e depositi in contanti. Tether (USDT), pur avendo migliorato la trasparenza negli ultimi anni, ha storicamente incluso nel proprio collaterale anche commercial paper e altri asset meno liquidi.

<sup>5</sup> <https://fondazionemandm.it/un-nuovo-ruolo-per-leuro-e-leuropa-nel-sistema-economico-globale/>

<sup>6</sup> L'Europa, al contrario, si è dotata di SEPA Instant nel 2017, anche se il suo utilizzo rimane tuttora limitato.

americane è il principale safe asset globale (i *Treasuries*). Esiste inoltre una differenza rilevante nelle **categorie di riserve**: le stablecoin americane sono tipicamente collateralizzate con titoli governativi a **breve termine** (short-term Treasuries e repo), mentre le norme MiCa indirizzano le riserve delle stablecoin europee verso **depositi bancari e bond più lunga scadenza** (che riflettono la scadenza mediamente più lunga dei titoli di Stato europei). Questa differenza ha implicazioni per la liquidità e il profilo di rischio del collaterale, ed è un aspetto che la regolamentazione europea potrebbe utilmente riesaminare, pur mantenendo inalterate le disposizioni MiCa sulla *qualità* del collaterale. In particolare, la strategia sulle euro-stablecoin dovrebbe includere un percorso esplicito di integrazione progressiva di un safe asset europeo nelle riserve: man mano che strumenti comuni (o quote ‘europeizzate’ di debito esistente) diventino disponibili e tokenizzabili, le autorità possono definire una quota minima di riserve in safe asset europeo per le euro-stablecoin, così da ancorare la crescita del settore allo sviluppo della Savings and Investments Union e alla capacità dell’Europa di offrire un collaterale comparabile ai Treasury;<sup>7</sup>

3. **Adozione ed ecosistema.** Lo scambio di criptovalute, la finanza decentralizzata e tutti i servizi collegati sono meno sviluppati in Europa rispetto agli USA. Il discorso è analogo per quanto riguarda la presenza di exchange globali, emittenti di stablecoin, fornitori di infrastrutture tecnologiche e piattaforme di pagamento. Le quote di mercato delle stablecoin riflettono quindi la composizione degli utenti in termini di volumi di scambi e capitalizzazione.
4. **Network Effect.** Il mercato delle stablecoin è nato e si è sviluppato attorno al dollaro americano e gli operatori utilizzano USDT e USDC per regolare le transazioni crypto e DeFi. Oggi l’assenza di coppie di trading liquide con stablecoin ancorate all’euro (ad es. quasi nessuno scambia BTC-EURC), rende EURC inutile per un crypto trader. A rafforzare ulteriormente questo network effect hanno contribuito negli anni le iniziative delle grandi piattaforme tecnologiche statunitensi, che hanno precocemente abbracciato il paradigma delle stablecoin (già nel 2019 Facebook proponeva Libra/Diem, un progetto di moneta digitale globale ancorata a un paniere di valute dominato dall’USD, destinata potenzialmente a miliardi di utenti).<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> Vedi ancora: Fondazione M&M – Idee per un Paese migliore, *Un nuovo ruolo per l’euro e l’Europa nel sistema economico globale*, <https://fondazionemandm.it/un-nuovo-ruolo-per-leuro-e-leuropa-nel-sistema-economico-globale/>

<sup>8</sup> Questo scenario non è confinato alla storia: esso si ripropone oggi. Meta sta sviluppando un’infrastruttura di pagamento integrata nei propri servizi — WhatsApp, Instagram, Messenger — già operativa per trasferimenti peer-to-peer in Brasile e India, e potenzialmente destinata a estendersi all’Europa. Il passo successivo potrebbe essere l’integrazione di stablecoin come mezzo di regolamento, quasi certamente ancorate al dollaro e appoggiate su infrastruttura americana. Diversamente dal progetto Libra/Diem, bloccato nel 2022 dalle pressioni regolamentari, questa value chain dei pagamenti esiste già e non richiede l’introduzione di una nuova valuta: basta abilitare le stablecoin USD già in circolazione come mezzo di pagamento quotidiano sulle app più diffuse del continente. L’approccio “at arm’s length” — integrazione di stablecoin di terzi anziché emissione di un token proprio — è la strategia deliberatamente scelta da Meta per evitare il rischio regolatorio che aveva affossato Libra/Diem: “They want to do this, but at arm’s length” (fonte anonima citata da CoinDesk, 24 febbraio 2026). Meta e X (ex Twitter) sono in diretta

Le cause (1) e (2) rimandano all'ampia questione del ruolo globale dell'euro e dell'assenza di un reale safe asset europeo. Un safe asset europeo con un mercato profondo e liquido – analogo ai Treasuries americani – è considerato da tempo una preconditione per lo sviluppo pieno di un mercato dei capitali comune nell'Eurozona. Proposte in tal senso sono state avanzate da economisti come Markus Brunnermeier e Olivier Blanchard, ma la riluttanza di importanti Stati membri a condividere rischi finanziari ne ha finora impedito la realizzazione, nonostante alcuni passi nella giusta direzione (ad es. le recenti decisioni di emissione di debito comune europeo per la difesa e a supporto dell'Ucraina) e una crescente convergenza degli spread tra Paesi europei. Le stablecoin potrebbero addirittura offrire un elemento facilitatore nella costruzione di un mercato per un safe asset comunitario, consentendo finalmente all'Europa di dare una risposta adeguata alle nuove sfide globali.

Per quanto riguarda le cause (3) e (4), l'Europa – per quanto in ritardo – sembra muoversi nella giusta direzione: la commercializzazione delle nuove tecnologie in ambito DeFi è in corso, anche da parte di banche e istituzioni tradizionali, e consumatori e imprese sembrano interessati ad adottarle.

Per sostenere la domanda di stablecoin europee è quindi fondamentale non ostacolare questo processo di diffusione e adozione. Tuttavia, per evitare che queste finiscano soltanto per incrementare i volumi scambiati di USDT e USDC, è necessario che le stablecoin europee si inseriscano sul mercato con un ecosistema competitivo, che fornisca un'offerta superiore rispetto agli equivalenti americani, che beneficino dei *network effect* sopracitati.

E' inoltre opportuno sottolineare come la costruzione di un'infrastruttura di mercato europea per le stablecoin è condizione necessaria, ma non sufficiente qualora tale infrastruttura restasse pienamente contendibile da operatori extra-UE già dominanti per scala, liquidità e network effect. In assenza di correttivi, un grande emittente statunitense può infatti ricorrere a forme di regulatory engineering per risultare formalmente conforme a MiCA e ai requisiti di localizzazione, preservando però i vantaggi del posizionamento globale e della possibilità di cross-subsidization. Il rischio nel medio periodo non è solo la 'dollarizzazione digitale', ma una 'colonizzazione' dell'infrastruttura europea dei pagamenti, analoga a quanto osservato in altri segmenti finanziari e tecnologici, con conseguente dipendenza strutturale su cloud, smart contract, exchange e governance extra-europei.

Nell'attuale contesto geopolitico appare dunque opportuno trattare le stablecoin come strumento di politica industriale e monetaria legato all'autonomia strategica dell'Unione. Ne discende un principio di 'infant-industry': l'Europa deve poter proteggere temporaneamente la crescita di un ecosistema domestico – emittenti, infrastruttura, liquidità, standard tecnologici – fino al raggiungimento di una massa critica minima,

---

competizione per diventare "super app" con pagamenti integrati; Telegram persegue una strategia analoga (Payments Dive, 26 febbraio 2026).

evitando che l'apertura regolata si traduca in un ingresso 'asimmetrico' di operatori extra-UE che possono competere in Europa, ma non viceversa nelle rispettive giurisdizioni.

Si tratta evidentemente di tema delicato e controverso, su cui l'industria, anche europea, del fintech presenta posizioni differenziate.

A questo fine, proponiamo una strategia organica articolata lungo quattro direttrici – regolamentazione, remunerazione, infrastruttura e promozione internazionale – declinata in sei interventi concreti di policy.

## V. Sei proposte per la diffusione delle euro-stablecoin

### 1. Estendere i limiti di utilizzo come mezzo di scambio alle euro-stablecoin che non adottano tecnologia europea

*Direttrice: Regolamentazione*

Gli Articoli 22 e 23 del Regolamento (UE) 2023/1114 (MiCA) impongono soglie di 1 milione di transazioni e €200 milioni di valore giornaliero, oltre le quali l'emittente deve cessare l'emissione. Per effetto dell'Articolo 58(3), tali restrizioni si applicano già oggi ai soli e-money token denominati in valuta non-UE (ad es. USDC). Le stablecoin denominate in euro, come EURC, ne sono pertanto escluse indipendentemente dal fatto che la loro infrastruttura tecnologica – cloud, smart contract, governance – sia integralmente collocata al di fuori dell'Unione. In questo modo, una stablecoin nominalmente "europea" ma operativamente dipendente da tecnologia e servizi statunitensi può crescere senza vincoli nel mercato UE, senza contribuire allo sviluppo di un ecosistema tecnologico europeo autonomo.

*Proposta: estendere l'applicazione dei cap previsti dagli Artt. 22-23 anche alle euro-stablecoin i cui emittenti non adottino infrastrutture tecnologiche europee, ovvero non localizzino nell'UE una quota rilevante delle attività strategiche connesse all'emissione e al funzionamento dello strumento.* In questo modo, uno strumento come EURC (oggi escluso dalle restrizioni in quanto denominato in euro) verrebbe ricompreso nei limiti fintanto che la sua infrastruttura resta extra-europea. Ciò creerebbe un incentivo concreto all'adozione di tecnologia europea e metterebbe ulteriore pressione sull'esistenza di alternative genuinamente europee (come Qivalis), che diventerebbero essenziali: senza un'offerta EU capace di operare al di fuori dei limiti, il mercato non potrebbe scalare.

### 2. Non escludere meccanismi di rendimento sulle euro-stablecoin

*Direttrice: Remunerazione*

L'Articolo 40 (per gli ART) e l'Articolo 50 (per gli EMT) di MiCA vietano la corresponsione di interessi ai detentori di stablecoin. Questo divieto, se giustificato dall'esigenza di non creare strumenti quasi-bancari fuori dal perimetro della regolamentazione prudenziale, potrebbe rappresentare un significativo handicap

competitivo per le euro-stablecoin, soprattutto se altre giurisdizioni (USA in primis) dovessero consentire forme di remunerazione.

*Proposta: modificare tale divieto per le euro-stablecoin, cominciando a consentire certi meccanismi di remunerazione che ne aumentino l'attrattiva rispetto ai depositi bancari tradizionali e rispetto alle stablecoin in dollari.* La possibilità di remunerare i detentori di euro-stablecoin potrebbe ridurre la redditività degli emittenti rendendo il mercato più competitivo e creerebbe un incentivo diretto all'adozione, contribuendo a trattenere flussi finanziari all'interno dell'area euro.

### **3. Includere le euro-stablecoin nella infrastruttura pubblica di supporto**

*Direttrice: Infrastruttura*

L'Articolo 22 del Protocollo n. 4 sullo Statuto del SEBC attribuisce alla BCE competenze in materia di sistemi di pagamento. L'integrazione delle euro-stablecoin nell'infrastruttura pubblica di pagamento rappresenterebbe un segnale forte di sostegno istituzionale e ne aumenterebbe la credibilità e l'affidabilità. Senza infrastruttura tecnologica europea, qualunque strumento nominalmente "UE" (come EURC) continuerebbe di fatto ad appoggiarsi a provider esterni, presentando gli stessi rischi di dipendenza dall'estero attuali. L'obiettivo dovrebbe essere quello di costruire un vero "sistema operativo europeo" dei pagamenti, su cui strumenti europei possano funzionare integralmente. Questo diventa ancora più importante considerando la crescente tokenizzazione degli strumenti finanziari, in relazione ai quali le stablecoin in euro potranno fungere da settlement all'interno di un'infrastruttura europea.

*Proposta: incoraggiare gli emittenti a detenere riserve direttamente presso la BCE e integrare le euro-stablecoin con il sistema TARGET Instant Payment Settlement (TIPS).* L'accesso diretto alle riserve di banca centrale ridurrebbe il rischio di controparte e garantirebbe la massima solidità del collaterale, avvicinando le euro-stablecoin alla sicurezza dell'euro digitale pur mantenendo la flessibilità e i casi d'uso propri delle stablecoin. I progetti PONTES e APPIA della BCE, se sviluppati adeguatamente, potrebbero costituire la base infrastrutturale per questa integrazione. In ogni caso, per evitare che l'integrazione nell'infrastruttura pubblica diventi un acceleratore della penetrazione di operatori extra-UE, l'accesso a riserve presso la BCE e all'integrazione operativa con TIPS dovrebbe essere subordinato non solo a requisiti di compliance formale, ma a un test di 'controllo effettivo' e di sostanza economica nell'Unione. In particolare, l'emittente (o il gruppo di riferimento) dovrebbe dimostrare che le funzioni strategiche – governance, risk management, sviluppo e manutenzione degli smart contract, gestione delle chiavi critiche, continuità operativa, scelta e controllo dei fornitori cloud – sono stabilmente localizzate e controllate in UE, con responsabilità e poteri decisionali reali. Inoltre, per gli schemi multi-issuance o per gruppi con capogruppo extra-UE, occorre prevedere meccanismi di ring-fencing: riserve e liquidità connesse all'emissione nell'Unione devono essere segregate, non riutilizzabili a livello di gruppo, e soggette a divieti o limiti di trasferimento infragruppo, così da ridurre il rischio che l'accesso alla liquidità e alla credibilità pubblica europea venga sfruttato come 'infrastruttura di appoggio' per strategie globali non allineate agli interessi dell'area euro. La localizzazione e il controllo in Europa sono essenziali al fine della prevenzione e gestione dei rischi.

### **4. Adottare una strategia attiva di promozione internazionale**

*Direttrice: Promozione internazionale*

L'assenza di iniziative concrete ha finora impedito all'euro di affermarsi come alternativa al dollaro nel nascente ecosistema delle stablecoin. Mentre gli Stati Uniti promuovono attivamente le stablecoin in dollari come strumento di proiezione della propria valuta, l'Europa non ha ancora sviluppato una strategia equivalente. Promuovere un ecosistema blockchain europeo – exchange, protocolli DeFi, app di pagamento – è una precondizione per il successo delle euro-stablecoin, dato che la domanda di stablecoin nasce dove si muovono gli utenti e si svolgono gli scambi, piattaforme oggi per lo più extra-UE.

*Proposta: stipulare accordi bilaterali per l'utilizzo di euro-stablecoin nei corridoi commerciali con Europa orientale, Africa, America Latina e Medio Oriente, promuovendone l'adozione nel trade finance e nelle supply chain internazionali.* Questa strategia risponderebbe al bisogno, particolarmente sentito nei paesi emergenti, di alternative al dollaro per il commercio internazionale e le rimesse, sfruttando le relazioni commerciali e diplomatiche esistenti dell'Unione Europea.

## **5. Esercitare proattivamente il potere di limitare l'emissione di stablecoin in valuta estera**

*Direttrice: Regolamentazione*

MiCA conferisce alla BCE il potere di limitare l'emissione di stablecoin che pongono rischi alla sovranità monetaria. Si tratta di un potere significativo, finora non esercitato, che potrebbe costituire un efficace strumento di contrasto alla dollarizzazione digitale.

*Proposta: applicare cap più stringenti alle stablecoin USD per uso retail e richiedere che una quota delle riserve degli emittenti operanti nell'UE sia comunque detenuta in titoli di Stato europei.<sup>9</sup>* Questo intervento dovrebbe essere calibrato per colpire l'uso delle stablecoin estere come mezzo di pagamento, senza restringere la libertà di scambio in ambito cripto-trading, e mantenendo inalterate le disposizioni MiCa sulla qualità del collaterale ammissibile.

## **6. Garantire l'autonomia tecnologica degli emittenti operanti nell'UE tramite multi-issuance**

*Direttrice: Regolamentazione – Infrastruttura*

Le stablecoin multi-issuance denominate in dollari operano nell'UE tramite veicoli che svolgono funzioni estremamente limitate, mentre la tecnologia, la governance, l'infrastruttura cloud, lo sviluppo degli smart contract e le attività di risk management restano integralmente collocate negli Stati Uniti. Ciò comporta due rischi: da un lato, l'UE assorbe il rischio operativo senza reali benefici economici significativi (in termini di investimenti, occupazione e gettito fiscale); dall'altro, la dipendenza strutturale da infrastrutture extra-UE impedisce la costruzione di capacità tecnologiche autonome e ostacola la crescita di alternative veramente europee, determinando potenzialmente un drenaggio sistematico delle risorse finanziarie europee verso asset in USD (in contrasto con gli obiettivi della *Savings and Investment Union*). Una regolamentazione che non tenga conto di queste asimmetrie rischia di consolidare la posizione dominante delle stablecoin USD e di indebolire la sovranità digitale UE. Per rendere questa condizionalità realmente efficace occorre però evitare che venga soddisfatta in modo meramente formale. A tal fine, la localizzazione di una parte rilevante delle attività strategiche va definita tramite criteri verificabili e non eludibili: (i) proprietà e controllo del codice degli smart contract e dei relativi upgrade, con repository e processi di rilascio governati da entità UE; (ii) custodia e gestione delle chiavi critiche e dei sistemi di firma in giurisdizione UE; (iii) requisiti di cloud sovrano o

---

<sup>9</sup> Diverse stablecoin esistenti detengono già una parte delle proprie riserve in titoli diversi dai bond del paese della valuta a cui sono ancorate. USDT (Tether), ad esempio, detiene una quota delle proprie riserve in oro e Bitcoin.

comunque di cloud con controllo legale e tecnico dei dati e delle funzioni core nell'Unione; (iv) audit indipendenti e periodici su supply chain software e cybersecurity; (v) governance con maggioranza di amministratori residenti in UE e poteri effettivi su risk appetite, continuità operativa e scelte infrastrutturali. Infine, per prevenire dinamiche di cross-subsidization che schiacciano gli incumbent europei nella fase di avvio, è opportuno introdurre obblighi di trasparenza economica sui flussi infragruppo e sulle politiche di pricing, con la possibilità per le autorità europee di imporre misure correttive (ad esempio requisiti patrimoniali addizionali o limitazioni operative) quando un emittente extra-UE utilizzi sistematicamente margini generati su scala globale per sostenere strategie predatorie nel mercato europeo

*Proposta: subordinare l'accesso al mercato UE alla localizzazione nell'Unione di una parte rilevante (nel senso sopra definito) delle attività strategiche connesse all'emissione e funzionamento delle stablecoin multi-issuance, insieme all'utilizzo di infrastrutture tecnologiche europee per smart contract, cloud e componenti critiche. Ciò ridurrebbe la dipendenza da provider esteri e favorirebbe la crescita di un ecosistema tecnologico europeo competitivo. Evidentemente, sarebbe possibile introdurre un regime transitorio – con orizzonte temporale e criteri di uscita chiaramente definiti – che regoli l'accesso pieno al mercato retail UE (e/o all'accesso alle infrastrutture pubbliche e alle riserve BCE) ai requisiti addizionali previsti per gruppi extra-UE, con progressive aperture in funzione dello sviluppo degli operatori domestici.*

## VI. Conclusioni

Queste sei proposte configurano una strategia organica per creare le condizioni affinché le stablecoin europee possano competere ad armi pari – o con un vantaggio competitivo – rispetto a quelle denominate in dollari. L'Europa dispone già del quadro regolatorio (MiCa) e delle competenze tecnologiche necessarie; ciò che manca è la volontà politica di trasformare la regolamentazione da strumento puramente difensivo a leva attiva di promozione dell'euro nel nascente ecosistema dei pagamenti digitali globali.

In linea di principio, un assetto aperto e fondato su regole neutrali alla provenienza degli operatori resterebbe la soluzione preferibile, in linea con la disciplina del mercato interno e della concorrenza insita nei Trattati; tuttavia, nel contesto geopolitico attuale, un'apertura non accompagnata da adeguati strumenti di tutela rischia di consolidare nel mercato europeo posizioni dominanti di operatori extra-europei difficilmente reversibili. Per questa ragione, si rende necessario, almeno nel breve termine, un approccio più orientato all'autonomia strategica dell'Unione, poiché la posta in gioco non è soltanto la quota di mercato delle euro-stablecoin, ma la capacità dell'Europa di preservare la propria sovranità monetaria, finanziaria e digitale nel nuovo ordine dei pagamenti tokenizzati.

Questa nota, che viene pubblicata in forma non definitiva, vuole suscitare un dibattito in ambito nazionale ed europeo su un tema che consideriamo importante e con implicazioni generali di politica economica e finanziaria. Una versione definitiva del paper sarà pubblicata alla luce di questo dibattito.