

ARTICOLI

Evoluzione del credito ed innovazione dei servizi tra modernizzazione delle norme e vuoti regolamentari. Riflessioni su una possibile “rete di sicurezza” per il consumatore nel crypto lending

MARIA-TERESA PARACAMPO

Professore Associato di Diritto dell'Economia
Università degli Studi di Bari Aldo Moro

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale

Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Dott. Luca Lentini, Dott. Federico Riganti

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, *rationes materiae*, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (*single blind peer review*) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente *rationes materiae*, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

Evoluzione del credito ed innovazione dei servizi tra modernizzazione delle norme e vuoti regolamentari. Riflessioni su una possibile “rete di sicurezza” per il consumatore nel crypto lending*

MARIA-TERESA PARACAMPO

Professore Associato di Diritto dell'Economia
Università degli Studi di Milano-Bicocca

SOMMARIO: 1. Evoluzione del credito e innovazione normativa: profili introduttivi. – 2. La “contaminazione” dei servizi creditizi con le cripto-attività. – 3. Il servizio di *crypto lending*: inquadramento di una fattispecie variegata e dalle molteplici sfaccettature. – 4. Il *framework* europeo sui mercati delle cripto-attività e l'esclusione del servizio di *crypto lending*: quali prospettive di tutela per il consumatore? – 5. L'intervento delle Autorità europee sul *crypto lending* e sui servizi non regolamentati. – 6. La ricerca di un “paracadute” per il cripto consumatore e le opzioni normative disponibili. – 6.1. La relazione ‘criptica’ tra MICA e DSF2. – 6.2. Le possibili soluzioni alternative. – 7. Qualche considerazione finale.

1. Evoluzione del credito e innovazione normativa: profili introduttivi

Il processo di digitalizzazione e l'impatto rivoluzionario esercitato sui servizi finanziari tradizionali hanno contribuito a plasmare un nuovo panorama anche nel settore creditizio.

L'emersione sul mercato di nuovi *players*, l'offerta di prodotti innovativi, unitamente a mutate esigenze creditizie della clientela, sono all'origine di uno specifico interesse

della Commissione europea in materia⁰¹, maturato nel tempo nell'ambito del più ampio focus sulla finanza digitale, cui in seguito si è aggiunto anche quello per la finanza sostenibile⁰².

Il processo evolutivo nel settore del credito e dei servizi ivi prestati è stato così cadenzato dalle due transizioni – digitale e *green* – le quali, ciascuna con i propri “*diktat*”, stanno tuttora imprimendo il proprio segno su più fronti: per un verso tracciando innovativi percorsi regolamentari (es. *regulatory sandboxes*), per altro verso rimodellando significativamente il *framework* vigente, quale risposta all'esigenza di “modernizzazione delle norme”⁰³, evidenziata dalla Strategia europea per la finanza digitale⁰⁴.

Con riguardo al primo versante indicato, il ricorso al “decantato” principio di neutralità tecnologica⁰⁵ ed i numerosi tentativi di ricondurre fattispecie innovative nell'alveo della cornice normativa già vigente in materia finanziaria hanno prodotto un risultato disomogeneo, con conseguente ulteriore frammentazione del mercato europeo.

Pertanto misure regolamentari *ad hoc* si sono rese necessarie per far fronte alle sfide digitali, sia sfruttando i benefici e le caratteristiche peculiari della tecnologia, sia cercando di gestire i rischi connessi ai nuovi servizi/prodotti.

* Il presente contributo è destinato al *Liber Amicorum* Antonella Antonucci e rientra tra le attività di ricerca del Proyecto CIPROM/2022/26 “*Presente y futuro de la regulación de los Criptoactivos en la UE [Legalcripto]*” [Proyecto Prometeo CIPROM/2022/26, grupos de investigación de excelencia, de la Generalitat Valenciana (P.I. Carmen Pastor Sempere)], nonché tra quelle del gruppo UNIBA affiliato allo Spoke 4 “Sustainable Finance”, relative al Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), Missione 4 “Istruzione e ricerca” – Componente 2 “Dalla ricerca all'impresa” – Investimento 1.3, Partenariato Esteso “GRINS – Growing Resilient, INclusive and Sustainable”, tematica “9. Economic and financial sustainability of systems and territories” (CUP n. H93C22000650001), finanziato dall'Unione europea – NextGenerationEU.

01 L'interesse della Commissione europea sull'applicazione delle tecnologie innovative al settore finanziario (fenomeno noto come *FinTech*) è stato crescente nel tempo, tradotto in linee d'azione racchiuse dapprima nel Piano d'Azione per *FinTech* [COM(2018) 109/2 dell'8 marzo 2018], poi nella Strategia europea per la Finanza Digitale [COM(2020) 591 del 24 settembre 2020].

Sui diversi passi compiuti a livello europeo in direzione della digitalizzazione della finanza, sia consentito rinviare a M.T. PARACAMPO (a cura di), *FinTech e la Strategia europea per il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, in *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*, Vol. I, Torino, 2° ed., 2021, 15 ss.

02 Cfr. Commissione europea, *La Strategia per il finanziamento della transizione all'economia sostenibile*, COM(2021) 390 final del 6 luglio 2021.

03 L'esigenza indicata nel testo rinviene, nei termini *supra* riportati, dalla Relazione introduttiva alla Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE, COM(2022) 204 final dell'11 maggio 2022.

04 Cfr. COM(2020) 591 final, cit.

05 Sull'insufficienza di detto principio nell'approccio alle tematiche innovative si rinvia alle osservazioni di F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, n. 2/2018, 226.

Seguendo le linee direttrici tracciate dalla predetta Strategia⁰⁶, la Commissione europea ha indicato una duplice direzione normativa all'insegna del principio di innovazione, quale elemento caratterizzante del processo in questione avviato in ogni contesto legislativo, sia esso preesistente o di nuova adozione.

Difatti, a fronte dell'incompatibilità di molteplici disposizioni vigenti con lo sviluppo tecnologico, il faro guida dell'innovazione ha sollecitato gli interventi di *restyling* delle discipline esistenti, nonché – ove necessario – ha ispirato un *framework* europeo innovativo, adottato nel rispetto degli obiettivi normativi del settore finanziario.

Il processo di innovazione normativa si è così sviluppato principalmente alla luce di due obiettivi, finalizzati da un lato a garantire parità di condizioni e, in particolare, il *level playing field* tra tutti gli attori – *new and old* – presenti nell'arena competitiva, dall'altro lato a tener adeguatamente conto dei rischi (soprattutto per i consumatori) connessi alle nuove tipologie di prodotti e servizi creditizi, abilitati da strumenti digitali.

Sul versante poi dell'offerta bancaria (e soprattutto non bancaria⁰⁷) lo spettro dei prodotti creditizi si è arricchito di ulteriori tipologie, ora caratterizzati da elementi temporali (es. *payday loans*), ora supportate dalla tecnologia (es. il *buy now pay later* o BNPL), ora connotate da specifiche peculiarità distintive di sostenibilità (es. prestiti e mutui *green*), che ne finalizzano la relativa erogazione.

A *latere*, in un mercato in continua espansione, hanno cominciato a distinguersi ulteriori possibilità creditizie che, emerse al di fuori di un perimetro regolamentato, fanno leva sull'aspetto *social* del credito concesso (es. P2P *crowdfunding*) e su variazioni dell'*asset* di riferimento, che alterna alla valuta *fiat* le cripto-attività (i.e. P2P *lending/borrowing* di cripto-attività o semplicemente *crypto lending*).

Di tal ché si prospetta per il consumatore⁰⁸ un ventaglio di opzioni creditizie che spaziano da quelle tradizionali a quelle digitali e sostenibili (o più semplicemente *green*), sino a quelle più innovative, cui si sta adeguando la normativa nella revisione dei corpi

⁰⁶ La Strategia europea per la finanza digitale si basa su quattro priorità:

- 1) Rimuovere la frammentazione del mercato unico digitale nell'ambito dei servizi finanziari;
- 2) Adeguare il quadro normativo dell'UE per favorire l'innovazione digitale;
- 3) Promuovere l'innovazione guidata dai dati nella finanza istituendo uno spazio comune di dati finanziari;
- 4) Far fronte alle sfide e ai rischi connessi alla trasformazione digitale.

Le prime due priorità, in particolare, segnano il rapporto tra la legislazione settoriale vigente, l'innovazione digitale e la promozione dell'utilizzo delle tecnologie innovative.

⁰⁷ Per una panoramica sulle nuove tipologie creditizie e, più in generale, sui prestiti non bancari si rinvia ad EBA, *Final Report on response to the non bank lending request from the CfA on digital finance*, 8 April 2022, EBA/Rep/2022, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2022/1032199/Report%20on%20response%20to%20the%20non-bank%20lending%20request%20from%20the%20CfA%20on%20Digital%20Finance.pdf.

⁰⁸ Un discorso del medesimo tenore, sebbene con diversi percorsi normativi, concerne anche le imprese ed i canali di finanziamento non bancario.

disciplinari esistenti e/o nella proposizione di nuove proposte legislative.

E' altrettanto vero però che l'arricchimento e la diversificazione dell'offerta creditizia *retail* e non, comporta differenti percorsi normativi, taluni al momento compiuti, altri *in itinere*, altri ancora solo *in nuce* ed in fase di valutazione in ordine alla relativa fattibilità regolamentare⁰⁹.

Parimenti, a dispetto dello sforzo legislativo, teso ad adeguare la disciplina vigente alla nuova realtà digitale e sostenibile, non sempre il risultato del processo di crescita normativa si rivela in grado di offrire una soluzione regolamentare unica per tutte le fattispecie creditizie emerse o configurabili sul mercato.

In tal senso la nuova direttiva 2023/2225 sul credito ai consumatori (CCD2)¹⁰ diviene il primo significativo lido normativo di approdo delle innovazioni su accennate¹¹, che si interseca con quelli di altre discipline, trasversali e settoriali, nei termini in cui si pre-

⁰⁹ Su cui v. più diffusamente *infra*.

¹⁰ Direttiva (UE) 2023/2225 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 ottobre 2023, relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE.

Prime considerazioni sulla nuova direttiva si devono, *inter alia*, a: G. FALCONE, *Prime riflessioni sulla Direttiva CCD II: le informazioni e la valutazione del merito creditizio*, in *Rivista della banca e del mercato finanziario*, n. 4/2024, I, 613; F. TRAPANI, *La nuova direttiva 2023/2225/UE sul credito al consumo: note in tema di educazione finanziaria, merito di credito e servizi di consulenza sul debito*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 3/2024, 754.

Per una disamina completa dei diversi profili innovativi si segnala P. GAGGERO (a cura di), *Primo commento sui criteri ordinatori della Direttiva UE n. 2023/2225 relativa ai contratti di credito ai consumatori*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, suppl. al n. 4/2024.

¹¹ Sul versante del credito ai consumatori, va precisato che l'intervento di *restyling*, che ha interessato la CCD1 (sulle cui novità si rinvia alle osservazioni di A. ANTONUCCI, *Credito al consumo e zone limitrofe. Una scheda di lettura del d.lgs. n. 141 del 2010*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, n. 6/2011, II, 297), si è invece arenato per la direttiva 2014/17/UE, relativa ai crediti immobiliari ai consumatori (MCD).

Il processo di revisione della MCD, partito con la precipua finalità di aggiornare la direttiva, tenendo in debito conto anche i mutui *green*, sulla base tanto degli esiti dei lavori svolti in seno alla Commissione europea (cfr. European Commission, *Evaluation of the Mortgage Credit Directive (Directive 2014/17/EU), Final Report*, November 2020; ID., *Consultation document review of the mortgage credit directive*, 22 November 2021, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-11/2021-mortgage-credit-review-consultation-document_en.pdf), quanto delle raccomandazioni fornite dall'EBA e sollecitate dalla stessa Commissione europea (cfr. EBA, *Opinion of the European Banking Authority on the European Commission request for technical advice on issues related to the Mortgage Credit Directive*, EBA/Op/2022/07, 23 June 2022, con annesso *EBA Report in response to the European Commission request for technical advice on issues related to the mortgage credit directive*, EBA/REP/2022/15), ha attraversato dapprima una fase di stallo, poi si è arrestato *ex abrupto*.

La dichiarazione laconica fornita al riguardo (https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13090-Mortgage-credit-review-of-EU-rules_en) non chiarisce le reali motivazioni sottese alla decisione legislativa di interrompere l'iter già intrapreso in materia, lasciando in sospenso ogni aggiornamento della MCD alle finalità *green*.

ciserà.

2. La “contaminazione” dei servizi creditizi con le crypto-attività

Come anticipato, la direttiva CCD2 rappresenta uno dei primi interventi nella direzione su indicata.

Tuttavia, per quanto possa considerarsi esteso il nuovo perimetro applicativo con l'inclusione di innovative tipologie di credito¹², è anche vero che i vari modelli di *business* stanno velocemente subendo un processo di “contaminazione”, complice la crescente diffusione (verticale e trasversale)¹³ di crypto-attività.

Trattasi di un ulteriore processo evolutivo del credito – specie non bancario – non ancora oggetto di ampia diffusione sul mercato, ma le cui potenzialità sono tali da sollevare nel complesso ulteriori problematiche interpretative ed applicative, anche con riguardo alla CCD2.

In particolare, a fronte di nuovi *players* che intercettano e sfruttano spazi vuoti e ‘non presidiati’ tra le maglie regolamentari¹⁴, sia per “confezionare” prodotti creditizi, sia per

12 Al riguardo emblematico è il caso del *Buy Now Pay Later*, incluso nel perimetro della CCD2.

Una chiara descrizione delle fattispecie incluse nel nuovo raggio di azione normativo, unitamente ad osservazioni sulle problematiche, che – nel caso di specie – espongono il consumatore (in) consapevole a diversi rischi di sovraindebitamento o incapacità finanziaria, si devono a: L. GOBBI, *Buy Now Pay Later, Caratteristiche del mercato e prospettive di sviluppo*, in *Questioni di Economia e Finanza, Occasional Paper*, Novembre 2022, reperibile sul sito istituzionale della Banca d'Italia; R. CARATOZZOLO, *Nuovi contratti di credito e tutele del consumatore: i modelli di Buy Now Pay Later*, in *Liber Amicorum Laura Ammannati*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, Supplemento al n. 1/2024, 552; A. CANEPA, *Alla ricerca del tempo perduto nei mercati finanziari: l'accelerazione digitale nei pagamenti, nell'accesso al credito e nella movimentazione dei depositi*, *Ibidem*, 525.

13 Un esempio di questa trasversalità è fornita anche dal settore assicurativo, ove l'EIOPA ha cominciato a sondare le opportunità di utilizzo delle crypto-attività e di crescita dei mercati in questione nell'ambito di un percorso parallelo a quello di MICA, avviato nel 2021 con riferimento alla *blockchain* e agli *smart contracts* (cfr. EIOPA, *Discussion Paper on blockchain and smart contracts in insurance*, 29 April 2021, https://www.EIOPA.europa.eu/consultations/discussion-paper/blockchain-and-smart-contracts-insurance_en).

14 In tal senso anche R. CARATOZZOLO, *op.cit.*, 554-555.

L'espansione del mercato e l'affermarsi di nuovi *trends* sono entrambi la conseguenza dell'emersione di nuovi *players*, che si “insinuano” tra le zone grigie – non regolamentate – della disciplina vigente, cogliendo e sfruttando le potenzialità offerte dalla versatilità delle piattaforme (su cui v. EBA, *Report on the use of digital platforms in the UE banking and payments sector*, September 2021, EBA/REP/2021/26, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2021/1019865/EBA%20Digital%20platforms%20report%20-%20210921.pdf) e creando, di conseguenza, nicchie di mercato non presidiate dalla normativa.

L'innovazione che ne consegue, sia dal punto di vista oggettivo che soggettivo, se da un lato è in grado di catturare e meglio soddisfare le esigenze finanziarie di fasce di potenziale clientela, non adeguatamente “identificate” dai *players* tradizionali, dall'altro lato potrebbe essere foriera di ulteriori rischi, privi di un'adeguata identificazione e gestione, in mancanza di alcuna forma di controllo.

prestare servizi non specificamente codificati, si profilano diverse difficoltà nell'individuare soluzioni (soprattutto normative) per l'inquadramento di siffatte fattispecie innovative, che – nei termini in cui si dirà – presentano insidie e rischi talora eccessivi per il consumatore, spesso ignaro della mancanza di tutele e di alcuna copertura normativa¹⁵.

In tal senso, a titolo meramente esemplificativo della cennata tendenza si segnala – per quanto non ancora particolarmente diffuso – il BNPL per l'acquisto di cripto-valute¹⁶.

A tale riguardo si rammenta peraltro come il servizio principale sia confluito solo di recente nel perimetro applicativo della CCD2, ma la specialità dell'asset di riferimento, sia esso normato o meno ai sensi del reg. UE 2023/1114 sui mercati delle cripto-attività – MICA¹⁷ (i.e. si tratti o meno di cripto-attività conformi alla tassonomia di MICA), solleva diversi dubbi sulla possibile applicabilità della CCD2 anche alla fattispecie creditizie con sfaccettature "cripto" o quanto meno con variazioni sul tema principale.

Parimenti, discorso simile interessa i servizi per le cripto-attività, di cui taluni codificati da MICA, altri riconducibili a servizi finanziari tradizionali, ma esclusi dall'elenco di quelli disciplinati dalla nuova regolamentazione europea in tema di cripto-attività,

¹⁵ L'ultimo di una serie di *warning*, pubblicati dalle Autorità europee, risale al 6 ottobre 2025 (ESAs, *EU Supervisory Authorities warn consumers of risks and limited protection for certain crypto-assets and providers*), accompagnato da una scheda informativa sulle cripto-attività, entrambi reperibili sui siti istituzionali delle tre Autorità europee.

¹⁶ E' il caso, a titolo meramente esemplificativo, proprio del *Buy Now Pay Later*, in funzione sia dell'acquisto di cripto-valute (cfr. *Klarna considers cryptocurrency integration*, 10 February 2025, <https://thepayers.com/fintech/news/klarna-considers-cryptocurrency-integration>), sia dello stesso uso delle cripto-valute ai fini di un pagamento (es. *Crypto BNPL*, su cui v. *Crypto Buy Now Pay Later Explained: How Your Business Could Benefit*, 28 June 2023, <https://rif.technology/content-hub/buy-now-pay-later-crypto/>; *Navigating BNPL Crypto: A Premier Guide to Digital Payments*, 23 November 2024, <https://www.onesafe.io/blog/bnpl-crypto-guide>).

Va peraltro riconosciuto come il nuovo strumento di finanziamento digitale in questione (su cui v. *considerando* 16 e 17 CCD2), stia mostrando particolare versatilità ed iniziando a diffondersi (seguendo un modello B2B) sia tra le imprese, sia con un'attenzione al versante della sostenibilità.

¹⁷ Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937.

Per approfondimenti su MICA si rinvia, *inter alia*, a: F. ANNUNZIATA e A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Cripto-attività. La disciplina europea nel contesto globale*, Bologna, 2024; C. PASTOR SEMPERE (edited by), *Governance and Control of Data and Digital Economy in the European Single Market. Legal Framework for New Digital Assets, Identities and Data Spaces*, Law, Governance and Technology Series, Vol. 71, Springer Cham, 2025, <https://link.springer.com/book/10.1007/978-3-031-74889-9>.

in quanto oggetto ora di altra normativa settoriale europea¹⁸, ora di una precisa scelta legislativa sul punto.

Emblematico di quest'ultimo caso è il servizio di erogazione di prestiti relativi a cripto-attività (i.e. *crypto lending*), nonché quello speculare di assunzione di prestiti di cripto-attività (i.e. *crypto borrowing*).

Pur rappresentando le facce di un medesimo servizio creditizio, differente a seconda della prospettiva e della parte contraente presa in considerazione (i.e. il prestatore o il prenditore di criptovalute), entrambi i servizi – come meglio si preciserà – non sono specificamente regolamentati né da MICA, né altrove.

Eppure, stando ai risultati del monitoraggio svolto dall'EBA¹⁹, detti servizi stanno registrando una crescente diffusione sul mercato, ponendo interrogativi in merito ad eventuali profili di tutela per il consumatore, magari desumibili dalla più ampia cornice consumeristica.

In particolare, occorre verificare se nel ginepraio delle fonti esistenti – settoriali e orizzontali – possano rintracciarsi elementi utili ai fini di una (ipotetica) ricostruzione di un impianto normativo di riferimento, a tutela del consumatore, nel caso del servizio di *crypto lending/borrowing*, sia esso prestato o meno a distanza.

Nella prospettiva di intercettare tra le maglie normative un “paracadute” o comunque una “rete di sicurezza” per il consumatore, le coordinate rilevanti interesseranno principalmente il regolamento MICA, la direttiva CCD2 e la direttiva UE 2023/2673 sulla prestazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori (DSF2)²⁰.

La prima fonte normativa è totalmente innovativa e risultato di uno sforzo legislativo sul complesso tema delle cripto-attività, mentre la seconda e la terza sono il frutto del processo di revisione, cui si è già fatto cenno. E' anche vero che la DSF2 si distingue per essere oggetto di prossima abrogazione, con concomitante salvezza di talune disposizioni all'interno di un capo specifico della direttiva 2011/83/UE, recante il quadro generale in tema di tutela del consumatore.

Alla luce del complesso normativo così tratteggiato, premessa una breve descrizione

18 Una delle connotazioni distintive della MICA concerne l'impostazione in negativo rispetto a quanto già disciplinato in altra fonte normativa europea, alla stregua dell'elenco di cui all'art. 2, par. 4, MICA.

Sull'impostazione in negativo e sulle conseguenze applicative di detta scelta legislativa, sia consentito rinviare a M.T. PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra mifidizzazione della MICA e tokenizzazione della Mifid*, Giappichelli, 2023.

19 Cfr. EBA, *Final Report on response to the non bank lending request from the CfA on digital finance*, cit.

20 Direttiva (UE) 2023/2673 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 novembre 2023, che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE.

del servizio in questione, appare opportuno prendere le mosse dall'unica fonte che si occupa specificamente di cripto-attività, per poi estendere in un secondo momento l'ambito di osservazione alle altre fonti su indicate.

3. Il servizio di *crypto lending*: inquadramento di una fattispecie variegata e dalle molteplici sfaccettature

Il *crypto lending* rappresenta un tema di crescente interesse ed attento monitoraggio da parte delle Autorità europee²¹, a seguito della rapida diffusione dei prestiti in cripto-valute²², soprattutto a partire dal periodo estivo del 2020²³.

La mancanza di una disciplina specifica²⁴ e di una definizione normativa²⁵ del servizio in questione condizionano la corretta individuazione di una fattispecie, che si presta a molteplici variazioni sul tema principale²⁶, incentrata sull'attività di prestito di o garan-

21 Il primo riferimento al *crypto lending* si scorge nel *report* dell'EBA del 2019 (cfr. EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, 9 January 2019, <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/documents/10180/2545547/67493daa-85a8-4429-aa91-e9a5ed880684/EBA%20Report%20on%20crypto%20assets.pdf>), ma è soltanto nel successivo *report* del 2022 (EBA, *Final Report on response to the non bank lending request from the CfA on digital finance*, cit.) che il servizio comincia ad essere oggetto di crescente attenzione, a motivo dell'incremento delle attività di prestito nell'Unione europea, favorendo nel contempo l'estensione, più in generale, delle attività di prestito non bancarie.

22 L'EBA ha posto in evidenza come l'adozione delle attività di prestito di criptovalute nell'Unione europea, sebbene ancora limitata in termini di volumi e valori osservati, sia crescente nel tempo, presenti potenzialità per divenire un'importante fonte di prestito non bancario.

23 Diversamente deve dirsi con riferimento all'ambito dottrinario, ove i pochi contributi che si registrano in materia tendono ad affrontare il tema da diverse prospettive: come semplice caso d'uso della DEFI (cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Embedded Supervision of Decentralized Finance. Final Report*, 2025, <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/772103b9-e829-11ef-b5e9-01aa75ed71a1/language-en>), oppure in funzione ora dell'inquadramento giuridico della fattispecie nella cornice normativa vigente in materia finanziaria (cfr. F. ANNUNZIATA, A. PERRONE, M. ARRIGONI, I. GIRARDI, N. DI GABRIELE, *Crypto Lending in the European Union. A position paper*, 28 February 2025, <https://ssrn.com/abstract=5179958>), ora dell'applicazione ai prestatori della regolamentazione prudenziale (cfr. E. AVGOULEAS, A. SERETAKIS, *How Should Crypto Lending Be Regulated Under EU Law?*, in *European Business Organization Law Review*, 2023, 421).

24 Sul punto in questione v. diffusamente *infra*.

25 Una definizione convenzionale di *crypto lending* si deve alle Autorità europee [cfr. ESMA – EBA, *Joint Report - Recent developments in crypto-assets (Article 142 of MiCAR)*, ESMA75-453128700-1391, EBA/Rep/2025/01, 16/01/2025, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-01/ESMA75-453128700-1391_Joint_Report_on_recent_developments_in_crypto-assets__Art_142_MiCA_.pdf] che hanno di recente approfondito il tema, riportandola nei seguenti termini: "An activity consisting of a provider (lender) transferring a certain value of crypto-assets or funds to a user (borrower) in exchange for the user placing a certain value of crypto-assets or funds as collateral and a commitment that the borrower will return to the lender a value equivalent to the transferred value of crypto-assets or funds and potential additional interests on a future date (or in the event of some other trigger event) to the lender".

26 Una descrizione è fornita da G. BALP, *Il finanziamento digitale: crowdlending, invoice trading cryptolending*, in M. CIAN – C. SANDEI (a cura di), *Il diritto del FinTech*, Padova, 2024, 309.

tito da criptovalute.

Il prestito, sia esso denominato in valuta *fiat* o in cripto-attività, presenta quale tratto comune a tutte le fattispecie la garanzia fornita con una o più cripto-attività.

Potendo avere ad oggetto tanto fondi quanto cripto-attività, viene sovente prestato quale servizio accessorio o complementare su piattaforme di scambio che offrono prodotti e servizi di natura multiforme, talora foriera di potenziali conflitti di interesse²⁷.

Difatti, pur rappresentando una delle prime applicazioni della finanza decentralizzata (DEFI), il servizio di *crypto lending* viene prestato anche in sistemi centralizzati (CEFI), sebbene il numero dei prestatori abbia subito un significativo ridimensionamento nell'autunno del 2022. Anno che, segnato dal fallimento di una serie di prestatori di cripto-attività²⁸, è passato alla storia come *Crypto Winter*²⁹, favorendo lo spostamento delle transazioni su sistemi decentralizzati.

In entrambi i casi – CEFI e DEFI – sono stati però riscontrati numerosi rischi per i consumatori, troppo spesso affascinati dalle novità, ma inconsapevoli e non adeguatamente informati sulla mancanza di tutele connesse alle operazioni in questione.

In attesa di un possibile intervento sul tema e previa ricognizione di alcune fonti normative in materia finanziaria, pare opportuno cominciare a riflettere su un tema tuttora di frontiera, ma suscettibile di crescente risonanza sul mercato, focalizzando l'attenzione, in questa sede, sul servizio di *crypto lending* prestato in un sistema centralizzato.

27 Cfr. EBA, *Final Report on response to the non bank lending request from the CfA on digital finance*, cit.

28 La maggior parte dei prestatori di cripto-attività ancora attivi ha una dimensione internazionale e risulta stabilita al di fuori dell'Unione europea, pur prestando servizi anche nel contesto europeo.

Sulla base di una mappatura fornita in uno studio preparato per il Parlamento europeo (cfr. D.A. Zetsche, R.P. Buckley, D.W. Arner, M.C. van Ek, *Remaining regulatory challenges in digital finance and crypto-assets after MiCA*, Publication for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON), Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, May 2023, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2023/740083/IPOL_STU\(2023\)740083_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2023/740083/IPOL_STU(2023)740083_EN.pdf)): "Besides Nexo, it is estimated that several dozen centralized crypto lenders remain. At least six of them – Binance Lending, Crypto.com Credit, CoinLoan, CEX.io, YouHodler and Nebeus – are known to be active in Europe220 or use languages that indicate they serve EU clients. Others may be active as well but the extent is not easy to determine due to the lack of a central register or harmonized licensing process; further several lenders are observed to be established outside of the EU".

29 I diversi eventi nefasti, che hanno colpito il settore nel periodo 2022-2023, ha fatto diffusamente parlare di "*Crypto Winter*", sulle cui cause all'origine dei vari fallimenti (tra cui anche quello nazionale di The Rock Trading) si rinvia all'analisi di: D.W. ARNER, D.A. ZETSCHKE, R.P. BUCKLEY, J. KIRKWOOD, *The Financialization of Crypto: Lessons from FTX and the Crypto Winter of 2022-2023*, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2023/19, <https://ssrn.com/abstract=4372516>; OECD, *Lessons from the crypto winter: DeFi versus CeFi*, *OECD Business and Finance Policy Papers*, 2022, <https://www.OECD.org/publications/lessons-from-the-crypto-winter-199edf4f-en.htm>.

4. Il framework europeo sui mercati delle cripto-attività e l'esclusione del servizio di *crypto lending*: quali prospettive di tutela per il consumatore?

Il primo ambito normativo da prendere in considerazione concerne il regolamento MICA, che offre più spunti di riflessione sul tema del servizio di *lending* di cripto-attività.

In prima battuta, il legislatore non include (*rectius*: esclude) il *crypto lending* dal novero dei servizi per le cripto-attività, come elencati dall'art. 3, n. 16.

Pertanto l'attività in questione rappresenta un servizio non codificato e, in teoria, non riservato a CASP autorizzati.

Le molteplici forme, che l'attività di *crypto lending* può assumere (da quelle decentralizzate a quelle centralizzate) sul mercato, rendono talora difficoltoso inquadrarne e circoscriverne esattamente le distinte fattispecie da sottoporre al vaglio dell'interprete.

Tuttavia, il legislatore non ha assunto una posizione netta in materia, preferendo temporeggiare in attesa di ulteriori dati utili ai fini di un'eventuale decisione normativa.

Simile conclusione emerge sia dal *considerando* 94, sia dall'art. 142, par. 2, lettera b), MICA.

Il primo, usando il consueto tenore "condizionale", precisa: "Il presente regolamento non dovrebbe affrontare l'erogazione e l'assunzione di prestiti relativi a cripto-attività, compresi i *token* di moneta elettronica, e non dovrebbe pertanto pregiudicare il diritto nazionale applicabile. Occorre valutare ulteriormente la fattibilità e la necessità di regolamentare tali attività".

La chiosa finale lascia chiaramente intendere la mancanza di qualunque certezza in merito ad un futuro intervento in materia, condizionato da valutazioni più approfondite sia sulla 'convenienza', sull'opportunità e sulla possibilità pratica di disciplinare il servizio nelle sue diverse sfaccettature, sia sull'urgenza di regolamentare il servizio, alla stregua della relativa diffusione sul mercato.

Spunti e materiale di riflessione in una direzione o nell'altra sono stati forniti dall'ESMA e dall'EBA alla Commissione europea, tenuta a presentare al Parlamento europeo, entro il 30 dicembre 2024, "una relazione sugli ultimi sviluppi in materia di cripto-attività, in particolare negli ambiti non affrontati dal presente regolamento, corredandola se del caso di una proposta legislativa" (art. 142, par. 2, MICA).

Le attività in questione, rimaste fuori dal perimetro normativo, sono state espressamente indicate tra le aree soggette a monitoraggio e successiva valutazione nei termini poc'anzi precisati. La relativa sorte regolamentare rimane pertanto tuttora rimessa alla Commissione europea, la cui decisione potrà trovare espressione o meno in una proposta legislativa.

Una proposta che, nell'ipotesi di una decisione positiva, potrebbe recare aggiornamenti ed integrazioni al testo di MICA in punto di servizi per le cripto-attività, prestatori di

servizi per le cripto-attività (CASP) autorizzati a fornire il servizio, disciplina del servizio medesimo e contestuale modifica della regolamentazione dei servizi per le cripto-attività ad esso connessi (es. servizio di custodia, servizi di scambio di cripto-attività con fondi e di cripto-attività con altre cripto-attività)³⁰.

Con una precisazione: siffatte indicazioni sono circoscritte a quelle fattispecie che si configurano in un sistema centralizzato (CEFI) e che quindi includono la presenza di un intermediario.

Diversamente, laddove il *lending* si svolga in ambito decentralizzato (DEFI)³¹, è presumibile che la proposta normativa sarà del tutto innovativa rispetto a MICA, atteso che i sistemi decentralizzati si distinguono per caratteristiche peculiari (i.e. protocolli automatizzati), non in linea con l'impostazione centralizzata seguita dal regolamento eu-

30 Si aggiunga anche il servizio di negoziazione di cripto-attività, atteso che spesso il servizio di *lending* è fornito in via accessoria sulla medesima piattaforma utilizzata per il *trading*. Quelli indicati sono solo alcuni degli aspetti suscettibili di revisione normativa.

31 Quello della finanza decentralizzata identifica un altro "sorvegliato speciale" in ambito europeo, ma anche internazionale, ove sono stati preannunciati interventi in materia.

Si segnalano *inter alia*: R. AUER, B. HASLHOFER, S. KITZLER, P. SAGGESE, F. VICTOR, *The Technology of Decentralized Finance (DeFi)*, BIS Working Papers No 1066, January 2023, <https://www.bis.org/publ/work1066.htm>; FSB, *The Financial Stability Risks of Decentralised Finance*, 16 February 2023, <https://www.fsb.org/2023/02/the-financial-stability-risks-of-decentralised-finance/>; IOSCO, *Final Report with Policy Recommendations for Decentralized Finance (DeFi)*, FR/14/2023, December 2023; ID., *Decentralized Finance Report*, OR01/2022 – March 2022, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD699.pdf>.

In ambito nazionale si annoverano i contributi di: R. LENER, S.L. FURNARI, *La "decentralizzazione" dei mercati finanziari. Innovazione tecnologica e nuove istanze di regolamentazione*, in *Liber Amicorum Laura Ammannati*, in *Rivista Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2024, 447; F. ZATTI, *La regolamentazione della finanza decentralizzata tra sfide attuali e prospettive future: un "primer"*, *ibidem*, 467.

Quanto all'elenco completo delle tematiche al vaglio prima delle Autorità europee e poi della Commissione europea l'art. 142, par. 2 MICA include:

"a) una valutazione dello sviluppo della finanza decentrata nei mercati delle cripto-attività e del trattamento normativo adeguato dei sistemi decentrati per le cripto-attività senza emittente o prestatore di servizi per le cripto-attività, compresa una valutazione della necessità e della fattibilità della regolamentazione della finanza decentrata;

b) una valutazione della necessità e della fattibilità di regolamentare l'erogazione e l'assunzione di prestiti relativi a cripto-attività;

c) una valutazione del trattamento dei servizi connessi al trasferimento di token di moneta elettronica, se non affrontata nel contesto della revisione della direttiva (UE) 2015/2366;

d) una valutazione dello sviluppo dei mercati delle cripto-attività uniche e non fungibili e del trattamento normativo adeguato di tali cripto-attività, compresa una valutazione della necessità e della fattibilità di regolamentare gli offerenti di cripto-attività uniche e non fungibili, nonché i prestatori di servizi connessi a tali cripto-attività".

ropeo³².

Peraltro un'eventuale codificazione del servizio all'interno del *framework* di MICA potrebbe essere circoscritta alle cripto-attività elencate nell'art. 3, nn. 5, 6, 7, 9), "compresi i *token* di moneta elettronica"³³, come precisato nell'intercalare del *considerando* 94.

Il riferimento agli *e-money token* (EMT) non dovrebbe però essere sottovalutato, potendo difatti essere interpretato come un possibile "instradamento" degli eventuali passi regolamentari verso la codificazione del servizio entro i margini ed in linea con i termini di riferimento di MICA, oppure come il percorso normativo da favorire (i.e. *lending* di EMT e/o garantito da EMT)³⁴.

In un modo o nell'altro, qualunque scelta normativa dovesse in ipotesi accogliersi in materia³⁵, di certo non sarebbe neutra rispetto alla stabilità finanziaria, alla sovranità monetaria e quindi alle finalità della vigilanza.

Difatti l'apertura verso il *lending* di EMT – sia nel caso in cui la *stablecoin* venga utilizzata come *asset* di riferimento, sia in quello in cui funga da *asset* dato in garanzia – ne potrebbe favorire una "significativa" diffusione su larga scala a livello europeo, con conseguente raggiungimento dei livelli di "significatività" per l'*upgrade* degli EMT a SEMT

32 Tanto si evince chiaramente dal considerando 22 MICA, ove si legge: "Il presente regolamento dovrebbe applicarsi alle persone fisiche e giuridiche e ad alcune altre imprese nonché alle attività in cripto-attività e ai servizi per le cripto-attività da esse effettuati, prestati o controllati, direttamente o indirettamente, ivi compresi i casi in cui parti di tali attività o servizi siano effettuati in modo decentrato. Qualora i servizi per le cripto-attività siano prestati in modo completamente decentrato senza alcun intermediario, essi non dovrebbero rientrare nell'ambito di applicazione del presente regolamento".

33 Deve ovviamente trattarsi di EMT conformi a MICA, come precisato dall'ESMA nel *Public Statement On the provision of certain crypto-asset services in relation to non-MiCA compliant ARTs and EMTs*, ESMA75-223375936-6099, 17 January 2025, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-01/ESMA75-223375936-6099_Statement_on_stablecoins.pdf.

34 Come evidenziato dalla IOSCO (cfr. *Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets Final Report*, FR11/2023, 16 November 2023, 70 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD747.pdf>), "Stablecoins are predominantly used to facilitate trading, lending and borrowing of crypto-assets, and are used as a perceived stable leg of a crypto-asset trading pair and as collateral in lending and borrowing arrangements, both on crypto-asset platforms and in DeFi applications and protocols. As such, stablecoins can play an important role in a CASP's operations".

35 La regolamentazione del prestito di EMT potrebbe incentivare il ricorso, la circolazione e la diffusione di *stablecoin* denominate in euro, quale contromisura nella competizione lanciata dalle *stablecoin* ancorate al dollaro, a seguito dell'approvazione del *Genius Act*.

In questa possibile direzione pesano però i passi finali, ancora da compiere, sulla PSD3/PSR e la scadenza del 1° marzo 2026 del regime transitorio introdotto con l'*Opinion* dell'EBA sui rapporti tra PSD2 e MICA (cfr. *Opinion of the European Banking Authority on the interplay between Directive EU 2015/2366 (PSD2) and Regulation (EU) 2023/1114 (MiCA) in relation to crypto-asset service providers that transact electronic money tokens*, EBA/Op/2025/08, 10 June 2025), che involge proprio i *token* di moneta elettronica (EMT).

(i.e. *significant e-money tokens*). Seguirebbero i passi ulteriori per l'attivazione della procedura prevista in tale ipotesi, l'applicazione del regime più severo di supervisione e il 'cambio della guardia' nella supervisione dall'autorità nazionale a quella europea.

5. L'intervento delle Autorità europee sul *crypto lending* e sui servizi non regolamentati

Il processo di osservazione delle Autorità europee sulle tematiche escluse dal perimetro di MICA ha, nel contempo, prodotto due risultati preliminari a qualunque intervento normativo, arricchendo così di ulteriori tasselli la "fase sperimentale" del percorso di applicazione regolamentare³⁶.

Si evidenziano al riguardo: in primo luogo, il *report* redatto da ESMA ed EBA per la Commissione europea e pubblicato a gennaio 2025, recante la relazione sugli ultimi sviluppi in materia di *cripto-attività*³⁷; in secondo luogo, lo *Statement* dell'ESMA³⁸, diretto in particolare ai CASPs, che prestano congiuntamente servizi codificati e servizi non regolamentati.

Il primo intervento risponde ad un obbligo normativo, quale primo *step* di una staffetta tracciata dallo stesso legislatore e riveste pertanto carattere prodromico rispetto alla relazione intermedia che la Commissione europea avrebbe dovuto presentare³⁹ al Parlamento europeo entro il 30 giugno 2025, ma di cui si attende tuttora la pubblicazione.

Le Autorità europee in tal modo hanno fornito una panoramica delle principali tipologie dei servizi di *crypto lending/borrowing* (nonché di quello di *crypto staking*), riscontrate sul mercato, unitamente ad un'indicazione approssimativa sia del bacino clientelare (rappresentato tanto da consumatori, quanto da imprese ed investitori istituzionali), sia degli istituti finanziari europei impegnati nella prestazione dei servizi *de quibus*.

La descrizione dei più diffusi modelli aziendali è stata accompagnata da un *focus* sui potenziali rischi associati, in particolare, al servizio di *crypto lending*.

Va tuttavia evidenziato come il *report* si limiti a descrivere fattispecie e relative criticità, rimettendo in definitiva alla Commissione europea ogni valutazione e soprattutto

³⁶ Sul punto sia consentito rinviare a M.T. PARACAMPO, *op. cit.*, 141 ss.

³⁷ Cfr. ESMA – EBA, *Joint Report – Recent developments in crypto-assets (Article 142 of MiCAR)*, cit.

³⁸ ESMA, *Statement – Avoiding Misperceptions: Guidance for Crypto-Asset Service Providers Offering Unregulated Services*, 11 July 2025, ESMA35-1872330276-2329, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-07/ESMA35-1872330276-2329_-_MiCA_Statement_Access_to_Unregulated_Activities.pdf.

³⁹ Il termine indicato dall'art. 140, par. 1, MICA per la presentazione della relazione era quello del 30 giugno 2025, scadenza rimasta inevasa, presumibilmente alla luce delle novità in tema di *stablecoin* denominate in dollari, a seguito dell'approvazione del *Genius Act* sull'altra sponda dell'Oceano.

Al momento non si hanno indicazioni su una nuova tempistica per la pubblicazione di detta relazione.

decisione normativa da assumere in proposito.

Diversamente, lo *statement* si propone di intervenire tempestivamente con la finalità precipua di tutelare i consumatori e prevenire situazioni foriere di confusione su aree disciplinate da MICA ed altre escluse dal perimetro codificato.

Da questo punto di vista, il *crypto lending*, sebbene non espressamente menzionato, vi risulta chiaramente incluso e, in assenza di una disciplina specifica, trova nell'intervento dell'ESMA un primo riscontro positivo, per quanto di carattere generale. Assume valenza interlocutoria, tale da colmare temporaneamente la lacuna normativa (estesa anche ad altri differenti servizi non regolamentati), in attesa di un'eventuale proposta legislativa in materia.

Alla luce dell'ambito in considerazione, l'ESMA precisa cosa debba intendersi per "servizi non regolamentati", individuati in quei servizi non disciplinati né da MICA, né tanto meno da altre normative settoriali dell'Unione Europea.

Fulcro centrale di detto *Statement* diviene il *modus operandi* di tutti i CASPs che prestano servizi regolamentati e non, siano essi offerti in via complementare e in aggiunta a quelli per i quali risultano autorizzati.

Il complesso dei principi generali, che informa il rapporto dei CASP con i clienti, viene richiamato anche nella prestazione dei servizi non regolamentati.

In particolare, l'obbligo per i CASPs di agire "in modo onesto, corretto e professionale secondo il migliore interesse dei clienti effettivi e potenziali" (ex art. 66, par. 1) si traduce nell'obbligo di fornire ai clienti medesimi una corretta informazione sul servizio fornito, sulle relative caratteristiche, sulle modalità di prestazione, sulle condizioni e sui termini rilevanti soprattutto dal punto di vista economico, nonché sui vari rischi connessi tanto al servizio, quanto alla tipologia di cripto-attività in concreto utilizzata.

Il CASP deve informare chiaramente il cliente sulla copertura normativa e sull'eventuale sistema di tutele legislative, precisando se il servizio prestato trovi la propria disciplina nel corpo di MICA o di altri atti settoriali dell'Unione Europea.

Nulla quaestio nel caso da ultimo indicato, ove il CASP deve *in primis* essere autorizzato a prestare quel diverso servizio, *in secundis* informare correttamente il cliente sulla normativa di riferimento e sulle tutele ivi previste.

Una corretta e chiara informazione si impone *a fortiori* nell'ipotesi in cui il cliente risulti invece sprovvisto di tutele.

E' il caso di un servizio non regolamentato, prestato unitamente ad altri servizi codifi-

cati sulla piattaforma di un CASP autorizzato, in proprio o da società affiliate⁴⁰.

L'utilizzo di una medesima piattaforma per fornire congiuntamente servizi regolamentati e non, potrebbe contribuire a generare situazioni equivocate e foriere di interpretazioni inesatte da parte del cliente, il quale sarebbe fuorviato dal c.d. 'effetto alone'⁴¹, rinveniente dallo status di CASP autorizzato.

Quest'ultimo pertanto dovrà adottare tutte le misure necessarie e renderle ben visibili sul proprio sito *web*, onde garantire che i clienti siano pienamente consapevoli anche dello status normativo del prodotto/servizio cui accedono.

40 Il problema assume infatti ben più ampia portata nel momento in cui il CASP e le società affiliate sono riconducibili ad intermediari multifunzionali (MCI), come definiti dal FSB ["Multifunction crypto-asset intermediaries (MCIs) are individual firms, or groups of affiliated firms, that combine a broad range of crypto-asset services, products, and functions typically centred around the operation of a trading platform", cfr. FSB, *The Financial Stability Implications of Multifunction Crypto-asset Intermediaries*, 28 November 2023, <https://www.fsb.org/uploads/P281123.pdf>] o a società globali di cripto-attività, alla stregua dello Statement dell'ESMA, pubblicato il 17 ottobre 2023 per favorire una transizione ordinata e coerente di MiCA (cfr. *ESMA clarifies timeline for MiCA and encourages market participants and NCAs to start preparing for the transition*, ESMA74-449133380-441).

Con una visione lungimirante l'Autorità europea già intravedeva criticità connesse al regime transitorio e alla clausola di salvaguardia di cui all'art. 143, par. 3, MiCA, evidenziando: "Among these entities are global crypto firms that will continue to operate across several Member States using group structures that tend to be complex and opaque. Beyond the supervisory challenges this creates, opaque group structures may also render it difficult for clients of service providers to know which entity they are dealing with and its regulatory status. Further, these entities may lack a strong compliance culture (e.g., proper governance, organisation arrangements and effective control frameworks) and their large scale and geographic scope allow them to maintain a high level of agility in terms of where they can operate, increasing the risk of conflicts of interest, regulatory arbitrage and an unlevel playing field in the provision of crypto-asset services".

Il tema delle società globali è stato ripreso dall'ESMA in una successiva *Opinion* (cfr. *Opinion to support the convergent application of MiCA*, ESMA75-453128700-1048, 31 July 2024, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA75-453128700-1048_Opinion_on_broker_models.pdf), nella quale l'Autorità europea evidenzia invece "the specific ability of these entities to engage in regulatory arbitrage. ESMA noted the risk of conflicts of interest, diminished investor protection and the unlevel playing field with EU trading platforms that MCI's business strategies could create".

Le problematiche relative alle piattaforme globali e alla relativa supervisione sono particolarmente avvertite, tanto da aver spinto tre Autorità nazionali (i.e. CONSOB, AMF, FMA) a pubblicare un comunicato congiunto (cfr. *European crypto-asset markets' framework: proposals from the French, the Austrian and the Italian Financial Markets' Authorities*, 15 September 2025, https://www.consob.it/documents/d/asset-library-1912910/consob_amf_fma_position_paper_mica_20250915), volto a proporre modifiche normative sul versante della supervisione e della tutela dei consumatori, qualora abbiano accesso a servizi forniti da piattaforme con sede al di fuori dell'Unione europea, ma in grado di raggiungere gli investitori europei attraverso intermediari che rivestono lo status di CASP.

41 In tal senso lo Statement dell'ESMA, cit., il quale individua taluni comportamenti fuorvianti del CASP (ivi incluso quello di utilizzare l'autorizzazione come strumento promozionale di *marketing*) ed elenca una serie di misure, distinguendo tra buone e cattive pratiche, rispettivamente da seguire o da evitare nella prestazione di servizi non regolamentati.

Lo *Statement* dell'ESMA, sebbene offra indicazioni di *soft law* estese a tutti i servizi non regolamentati, costituisce però una guida utile per l'operatività dei CASPs e necessaria per la tutela del consumatore. Il carattere generale utilizzato si presta difatti a molteplici applicazioni, con riguardo alle quali persistono vuoti normativi a livello europeo, ivi incluso il *crypto lending*.

6. La ricerca di un "paracadute" per il crypto consumatore e le opzioni normative disponibili

Quanto detto vale però "senza alcun pregiudizio del diritto nazionale applicabile", come precisato dal *considerando* 94.

In mancanza di una normativa europea, l'eventuale disciplina nazionale esistente in tema di *crypto lending* sarebbe circoscritta al mercato domestico e rappresenterebbe un ostacolo alla relativa prestazione transfrontaliera, divenendo altro elemento di precisazione nell'informazione da fornire al cliente.

Resta però il fatto che il legislatore lascia in tal modo un varco aperto alla scelta degli Stati membri di ricorrere ad interventi nazionali nella regolamentazione attuale o prospettica dei servizi di erogazione e di assunzione di prestiti, siano essi adottati *ad hoc* oppure il risultato di un'eventuale applicazione 'estensiva' e discrezionale della CCD2, sempre circoscritta però alla singola giurisdizione.

Tanto in attesa della decisione finale della Commissione europea in merito all'eventuale disciplina del servizio *de quo*.

E' proprio con riguardo alla cennata fattispecie, nella quale il consumatore potrebbe non essere adeguatamente informato sulle tutele (non) applicabili (*rectius*: sulla mancanza di specifiche tutele), che sorge l'interrogativo se possano o meno individuarsi *aliunde* forme di protezione suppletive, ricorrendo al più ampio contesto della normativa consumeristica.

In questo caso potrebbero entrare in gioco, previa verifica delle possibilità applicative ed a seconda delle peculiarità proprie di ciascuna fattispecie, ora la direttiva settoriale CCD2, come nell'ipotesi poc'anzi accennata, ora la direttiva DSF2, laddove il servizio sia prestato a distanza.

In particolare, possibili opzioni solutorie in materia potrebbero configurarsi, alla stregua dei *considerando* iniziali sia delle direttive citate, sia di MICA, le quali, nell'offrire la *ratio legis* sottesa all'adozione dell'articolato normativo, indicano talora all'interprete la strada da seguire.

Ad onor del vero, non sempre il legislatore assume una posizione netta su temi di fron-

tiera o al limite di diverse qualificazioni normative⁴², preferendo temporeggiare in attesa dei risultati di un esercizio di monitoraggio o di una valutazione più approfondita, che nel caso di specie è stata fornita dal citato *Report* di ESMA ed EBA.

Eppure, a fronte dell'incertezza normativa, la tendenza legislativa ad "insinuare il dubbio" su più strade alternative praticabili si trasforma talora in un elemento di riflessione, che vale la pena prendere in considerazione in presenza di un vuoto normativo, ma soprattutto a tutela del consumatore.

E' in questa direzione che si cercherà di procedere nelle brevi riflessioni che seguiranno, prendendo nuovamente le mosse da MICA e dal relativo rapporto con la disciplina trasversale della DSF2, nonché a cascata con la CCD2.

6.1. La relazione 'criptica' tra MICA e DSF2

In prima battuta va evidenziato come il rapporto di MICA con la direttiva sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori (DSF) sia stato piuttosto controverso nell'iter di definizione del *framework* europeo sulle cripto-attività e rimane tuttora alquanto criptico per più aspetti.

Le criticità derivano altresì dalla fase evolutiva e di "trasformazione" che nel frattempo anche la DSF ha attraversato, parimenti a tutte le normative del settore finanziario, colpite dal vento innovativo di *FinTech*.

Detta fase evolutiva ha portato dapprima ad una specifica menzione delle cripto-attività nella proposta di direttiva⁴³, poi ad una totale omissione nel testo definitivo, lasciando così nel limbo ogni possibile riferimento.

⁴² E' il caso sia della concreta qualificazione delle cripto-attività, che diviene scriminante ai fini della normativa applicabile (i.e. sulle distinzioni tra cripto-attività e strumenti cfr. ESMA, *Orientamenti sulle condizioni e sui criteri per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari*, ESMA75453128700-1323, 19 marzo 2025, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-03/ESMA75453128700-1323_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs_IT.pdf; ESAs, *Final Report. Guidelines on templates for explanations and opinions, and the standardised test for the classification of crypto-assets, under Article 97(1) of Regulation (EU) 2023/1114*, ESA 2024 28, 10 December 2024, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-03/JC_2024_28_Guidelines_on_explanations_and_opinions_and_the_standardised_test_for_crypto-assets_under_MiCA.pdf), sia della considerazione di taluni servizi per le cripto-attività, che sfuggono ad un inquadramento preciso e si sovrappongono ad altri servizi finanziari già disciplinati (cfr. considerando 90 e 91).

⁴³ Prime osservazioni sulla proposta di DSF2 si devono a: M. MAUGERI, *Mercato finanziario, cripto-attività, proposta di Regolamento MICA (Markets in Crypto-Assets) e tutela del consumatore*, in *Contratto e Impresa / Europa*, n. 1/2022, 1; ID., *Proposta di Regolamento MICA (Markets in Crypto-Assets) e tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, n. speciale/settembre 2022, 229; Pietro Sirena, *La tutela del consumatore nella commercializzazione a distanza di cripto-attività*, *ibidem*, 315.

Diversamente, nel testo di MICA, il riferimento alla direttiva 2002/65/CE (DSF)⁴⁴, seppure confinato in un *considerando* iniziale, è rimasto immutato in tutto il percorso normativo, connotato però da differenti risvolti applicativi, sul versante ora dell'emissione (i.e. *considerando* 37)⁴⁵, ora della distribuzione sul mercato delle cripto-attività (i.e. *considerando* 79).

In particolare, per la parte che in questa sede rileva (i.e. quella del *crypto lending*) il *considerando* 79 precisa: "I servizi per le cripto-attività dovrebbero essere considerati «servizi finanziari» quali definiti nella direttiva 2002/65/CE nei casi in cui soddisfano i criteri di tale direttiva. Se commercializzati a distanza, anche i contratti tra i prestatori di servizi per le cripto-attività e i consumatori dovrebbero essere soggetti alla direttiva 2002/65/CE, salvo esplicita disposizione contraria del presente regolamento".

Ne deriva un'estensione del raggio di azione della DSF, rinveniente dall'equiparazione dei servizi per le cripto-attività con i servizi finanziari come definiti dalla DSF⁴⁶ e subordinatamente alla sussistenza dei presupposti richiesti dalla direttiva medesima (i.e. sistema centralizzato).

Ai fine della problematica in considerazione, va evidenziato come la stessa DSF, alla stregua di quanto dichiarato dallo stesso legislatore, in più occasioni sia stata utilizzata come "rete di sicurezza" per il consumatore con riferimento a fattispecie riconducibili a

44 La nuova direttiva sui servizi finanziari prestati a distanza (DSF2) è stata approvata successivamente a quella relativa ai mercati per le cripto-attività. Pertanto il riferimento alla direttiva 2002/65/CE va correlato alla direttiva 2023/2673, adottata in sostituzione e ad abrogazione della precedente.

45 Considerazioni sul coordinamento di MICA con la disciplina sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari e, in particolare, sull'applicazione del diritto di recesso ai sensi dell'ultima normativa indicata, si rinvia a: F.P. PATTI, *L'offerta al pubblico di cripto-attività nel Titolo II del Regolamento MiCA*, in *Rivista di Diritto Civile*, n. 1/2024, 97, in specie 129.

46 Cfr. art. 2, lettera b), DSF: per «servizio finanziario» deve intendersi "qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, assicurativa, servizi pensionistici individuali, di investimento o di pagamento".

Detta definizione costituisce il risultato di un iter travagliato, su cui sia concesso rinviare a M.T. PARACAMPO, *La direttiva 2002/65/CE sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari e la tutela del consumatore*, in *Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2003, II, 382, in particolare, 398-399.

servizi latamente finanziari⁴⁷ e privi di una disciplina specifica a livello europeo⁴⁸.

La riconosciuta funzione ha prodotto due importanti risultati: in primo luogo, quello di applicare "una serie di norme armonizzate a vantaggio dei consumatori e dei professionisti" (*considerando* 6); in secondo luogo, di considerare i casi indicati come significativi precedenti da riproporre per le successive fattispecie del medesimo tenore.

L'esperienza pregressa ha pertanto spinto il legislatore, anche nella DSF2, sia a riconoscere e sostenere la perdurante rilevanza dell'applicazione orizzontale della normativa medesima, sia *a fortiori* a manifestare l'esigenza di preservare anche nel futuro la censata funzione di "rete di sicurezza"⁴⁹. E quest'ultima "contribuisce a garantire un livello elevato di protezione dei consumatori, assicurando al tempo stesso parità di condizioni tra i professionisti"⁵⁰.

Ad adiuvandum, la soluzione indicata trova ulteriore supporto nel *considerando* 7, ove il legislatore, conformemente alla finalità precipua di prevenire duplicazioni e sovrapposizioni tra la legislazione settoriale europea e la DSF2, ne conferma l'applicazione residuale con funzione di «rete di sicurezza» o come "paracadute" normativo, "per i servizi finanziari che non sono contemplati dalla legislazione settoriale dell'Unione o che sono esclusi dall'ambito di applicazione degli atti dell'Unione che disciplinano specifici servizi finanziari".

La precisazione finale assume particolare rilevanza per il servizio di *crypto lending*, che potrebbe essere riconducibile ad entrambe le ipotesi su indicate.

Premessa l'equiparazione dei servizi per le cripto-attività con i servizi finanziari, "quali definiti nella direttiva 2002/65/CE" (*considerando* 79 MICA), unitamente al riferimento in quest'ultima definizione al più ampio ambito dei "servizi di natura creditizia", l'apertura finale del *considerando* 7 DSF2 diviene di ausilio per il *crypto lending*, prospettando due strade entrambe praticabili ai fini dell'applicazione della "rete di sicurezza" ivi delineata.

Difatti, se il *crypto lending* non risulta contemplato espressamente da alcuna normativa

47 Sulla natura di un servizio finanziario si era già espresso, con riferimento alla definizione riportata nella DSF, ZORZI (cfr. *La disciplina europea dei servizi finanziari*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. economia*, XXVII, *Il contratto telematico*, a cura di RICCIUTO-ZORZI, Padova, 2002, 289), che osservava come "è il tipo di attività in sé e per sé che qualifica il servizio offerto come servizio finanziario e non già il soggetto che lo offre", in quanto, proseguiva, "potrebbero emergere nel mercato soggetti diversi anch'essi legittimati".

48 La "rete di sicurezza" fornita dalla direttiva 2002/65/CE è stata altresì utilizzata in un caso giurisprudenziale (i.e. Tribunale di Verona, II Sez. Civile, 24 gennaio 2017, n. 195, con nota di M. PASSARETTA, *Bitcoin: il leading case italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 47), riconosciuto e portato come esempio nei lavori europei, a supporto della proposta di direttiva di modifica della direttiva citata.

49 Nell'impianto della DSF2 le disposizioni di tutela, che compongono la rete di sicurezza, confluiscono in un capo *ad hoc* della più ampia cornice consumeristica della direttiva 2011/83/CE, con contestuale abrogazione della direttiva 2002/65/CE (DSF).

50 *Sic considerando* 6 DSF2.

settoriale a livello europeo (né specifica, né generica), per altro verso è indirettamente escluso⁵¹ dal raggio di azione di discipline europee su specifici servizi finanziari. Esclusione che, nel caso di specie, opera con riguardo al regolamento MICA, il quale reca la disciplina – generale e speciale – dei servizi per le cripto-attività.

Nei termini accennati, la DSF2 potrebbe sopperire alla mancanza⁵² di una specifica disciplina del servizio di *crypto lending*, continuando a svolgere, a tutela del consumatore, quella funzione di “rete di sicurezza”, già riconosciuta in fattispecie finanziarie pregresse.

Certo l'applicazione sarebbe circoscritta alla prestazione a distanza del servizio di *crypto lending*, ma offrirebbe in ogni caso un *framework* armonizzato in tutto il contesto europeo, sicuramente preferibile ad eventuali ed isolate scelte nazionali seguite in materia, che contribuirebbero invece a frammentare ulteriormente il mercato.

6.2 Le possibili soluzioni alternative

Ciascuna fattispecie, riconducibile *lato sensu*⁵³ al servizio di *crypto lending*, è suscettibile di una diversa qualificazione a seconda delle specifiche sfaccettature⁵⁴. Elemento quest'ultimo che può incidere sulla relativa corretta riconduzione sia alle tipologie finanziarie codificate, sia alla giusta fonte normativa di riferimento vigente. In tutti i casi però emerge l'esigenza di individuare – ove possibile – un “paracadute” normativo di tutela per i consumatori.

A tal fine, la natura creditizia del servizio, ove coinvolga un consumatore, consente di ricondurlo, nei termini già indicati, non solo alla DSF2, bensì – in ipotesi – anche alla CCD2, nel cui alveo potrebbe confluire proprio l'ipotesi più semplice, quella del prestito fornito in valuta *fiat*⁵⁵ (poi oggetto di conversione in cripto-attività oppure garantito da cripto-attività). In tal caso potrebbe configurarsi una fattispecie di credito al consumo, soggetta alla disciplina della CCD2.

Una soluzione di questo tenore è rimessa alla scelta degli Stati membri, che a dispetto della maggiore armonizzazione ventilata dalla CCD2, conservano ampi spazi decisionali

51 L'esclusione – come precisato *supra* – deriva da quanto riportato nel *considerando* 94, che pone il *crypto lending* al di fuori del perimetro regolamentato da MICA, rimandandone nel tempo un'eventuale inclusione nel novero dei servizi codificati.

52 La funzione indicata potrebbe essere solo temporanea, qualora la Commissione europea dovesse prendere in considerazione l'idea di integrare l'elenco dei servizi per le cripto-attività con quello del *lending*, adeguando di conseguenza la disciplina applicabile ai CASPs autorizzati.

53 *Lato sensu*, in considerazione dei modelli di *business* diffusi sul mercato, penalizzata però dalla mancanza di una disciplina e di una definizione normativa.

54 Il prestito di cripto-attività, a seconda delle connotazioni distintive di ciascuna fattispecie, è stato anche avvicinato al prestito di titoli e materie prime.

55 Detta ipotesi è presa in considerazione anche dal *Report* di ESMA ed EBA, *cit.*, che riporta come la soluzione in questione sia stata adottata proprio da taluni Stati membri (*sub* nt. 155).

nei mercati domestici⁵⁶.

Tanto viene confermato dai diversi varchi lasciati – dichiaratamente⁵⁷ – aperti all'esercizio della discrezionalità nazionale ed enucleabili dai *considerando* iniziali della CCD2. Si aggiungano anche quelli della DSF2 che, a loro volta, rinviando e fanno salva l'applicazione della CCD2 o di altra normativa europea, ma sempre a discrezione degli Stati membri.

Possono pertanto intravedersi possibili soluzioni alternative per il caso del *crypto lending*, avendo riguardo alla predetta discrezionalità nazionale, che trova espressione non solo nella scelta di adottare e/o mantenere – come già precisato – specifiche discipline domestiche o regolamentazioni più generali, comunque applicabili, sul servizio in questione (cfr. *considerando* 94 MICA), bensì anche in quella di ricorrere (in)direttamente alla direttiva CCD2⁵⁸.

Difatti, come evidenziato, se più elementi spingono a favore dell'applicazione della disciplina della DSF2, in caso di prestazione del servizio a distanza ed in presenza dei presupposti necessari, qualora invece gli Stati membri dovessero decidere di estendere l'applicazione delle tutele di cui CCD2⁵⁹, la DSF2 dovrebbe cedere il passo alla *lex specialis* (i.e. CCD2)⁶⁰, assumendo così portata residuale.

E' vero che lo stesso legislatore della CCD2 è consapevole dell'evoluzione e dei mutamenti in corso nel settore del credito⁶¹, tanto da aver revisionato il testo della direttiva per adeguarlo all'era digitale. E' altrettanto consapevole che la finalità principale sia quella di garantire e rafforzare il livello di protezione dei consumatori.

In questa prospettiva, già *ante* CCD2, "alcuni Stati membri hanno applicato la direttiva 2008/48/CE in settori non rientranti nel suo ambito di applicazione per rafforzare il livello di protezione dei consumatori, mentre altri Stati membri dispongono di norme nazionali differenti per la disciplina di tali settori derivanti da specificità del mercato"

⁵⁶ A titolo esemplificativo, si rinvia al *Considerando* 23 CCD2: "Per quanto riguarda tipi particolari di contratto di credito cui sono applicabili solo alcune delle disposizioni della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero mantenere la facoltà di regolamentarne, nel loro diritto nazionale, gli altri aspetti non armonizzati dalla presente direttiva".

⁵⁷ Nel senso che sono espressamente e diffusamente riconosciuti in più *considerando*.

⁵⁸ In tal senso depone il *considerando* 14 CCD2.

⁵⁹ In tal senso il *considerando* 19 DSF2, ove si precisa: "In linea con la direttiva 2014/17/UE e con la direttiva (UE) 2023/2225 del Parlamento europeo e del Consiglio, gli Stati membri possono applicare tali direttive, conformemente al diritto dell'Unione, a settori che non rientrano nel loro ambito di applicazione".

⁶⁰ *Considerando* 8 CCD2: "La presente direttiva integra le norme stabilite nella direttiva 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio. Per garantire la certezza del diritto, dovrebbe essere chiarito che, in caso di conflitto fra le disposizioni della presente direttiva e quelle della direttiva 2002/65/CE, si dovrebbero applicare le disposizioni della presente direttiva in quanto *lex specialis*".

⁶¹ Cfr. *considerando* 7 CCD2.

(*considerando* 15).

Tuttavia, anche a seguito della CCD2 e del relativo “tentativo” di ulteriore armonizzazione, “gli Stati membri dovrebbero rimanere liberi di mantenere o introdurre norme nazionali”, nel caso in cui manchino nella nuova direttiva disposizioni armonizzate.

Ad adiuvandum, su versante complementare e decisivo ai fini della questione in considerazione, un ulteriore avallo trova riscontro nel *considerando* 14, ove si legge: “La presente direttiva non dovrebbe tuttavia pregiudicare l’applicazione da parte degli Stati membri, conformemente al diritto dell’Unione, delle disposizioni della presente direttiva a settori che non rientrano nel suo ambito d’applicazione. Di conseguenza, uno Stato membro potrebbe mantenere o introdurre norme nazionali conformi alla presente direttiva o a talune delle sue disposizioni in materia di contratti di credito al di fuori del suo ambito di applicazione”.

7. Qualche considerazione finale

La visione prospettica e lungimirante, adottata dalla DSF sin dal 2002, che ha prediletto un approccio ampio e di tenore generale, basato sulla funzione svolta dal servizio finanziario, piuttosto che su un *numerus clausus* connessa ad un’elencazione tassativa, consente tuttora di farvi ricorso anche per quelle fattispecie che non identificano servizi finanziari intesi *strictu sensu*.

Seguendo la via indicata, un’interpretazione estensiva conduce verso l’applicazione e il riconoscimento al consumatore di una “rete di sicurezza” nel caso del *crypto lending*, nonché parimenti di servizi non regolamentati o in attesa di regolamentazione.

Su un versante complementare, l’occasione potrebbe essere comunque propizia per cominciare a ripensare (soprattutto nella prospettiva di una maggiore tutela del consumatore, che si avventura troppo spesso in situazioni opache) la stessa nozione di “credito ai consumatori” e la direttiva CCD2, sia slegandola dal riferimento stretto alla valuta *fiat*, sia attribuendole una connotazione trasversale che, in virtù della transtipicità che la caratterizza⁶², ne favorirebbe l’applicazione ad un bacino più ampio di fattispecie, a prescindere dalla natura dell’asset specifico, oggetto del contratto di credito.

Una maggiore apertura verso siffatte sfide digitali potrebbe tutelare il consumatore, rispondendo alle emergenti esigenze di tutela derivanti da continue forme di “contaminazione” tra la tradizione creditizia, l’evoluzione tecnologica e l’innovazione normativa.

Fermi restando i principi generali fissati da MICA e in attesa dello scioglimento della riserva da parte della Commissione europea, si prospettano più strade praticabili in direzione dell’applicabilità di un regime di tutela del consumatore, rappresentato *in primis* dall’eventuale specifica disciplina nazionale, in mancanza della quale – *in secundis* – a

⁶² In tal senso R. CARATOZZOLO, op. cit., 559, il quale rinvia a L. MODICA, *Commento sub art. 121*, in *Commentario al Testo Unico Bancario*, a cura di S. BONFATTI, Pisa, 2021, 867 ss.

scelta degli Stati membri, potrebbe farsi ricorso alla CCD2. Non ultimo, qualora il servizio sia prestato a distanza, potrebbe intervenire la "rete di sicurezza" fornita dalla DSF2.

Tuttavia, ognuna delle possibili ipotesi normative di tutela del cripto consumatore si connota per il carattere temporaneo – e talora precario – della soluzione e della prospettiva adottata, che vanno adattate alla forma che ciascuna fattispecie di *lending* può presentare in concreto.

Diversamente, una regolamentazione specifica del servizio in questione all'interno della cornice di MICA potrebbe rappresentare un incentivo alla relativa offerta su piattaforme centralizzate, con conseguente codificazione dello *status* sia del servizio, sia del prestatore.

Tanto contribuirebbe a prevenire la creazione di altre aree di opacità su un servizio non codificato, ma su cui pesa l'incertezza normativa che, se per un verso può spostare importanti volumi su sistemi decentralizzati, per altro verso disincentiva e diviene di ostacolo alla relativa prestazione in ambito europeo, lasciando il settore del credito nelle mani di grandi *players* internazionali, come peraltro già si registra⁶³. E questi ultimi potrebbero scegliere di "giocare" tra forme di arbitraggio normativo o sottrarsi alla disciplina europea, ricorrendo all'*escamotage* della c.d. sollecitazione inversa (ex art. 61 MICA)⁶⁴.

63 Come già precisato, i fornitori di prestiti cripto più dominanti risultano stabiliti al di fuori dell'UE. Motivo rilevante, quest'ultimo, che dovrebbe far propendere per una regolamentazione del servizio, atteso che diversi saranno i casi in cui i consumatori ricorreranno a prestatori non UE o a CASP autorizzati, che partecipano ad una struttura di gruppo "opaca e complessa" (come definita dall'ESMA, su cui v. *supra*), tale da consentire il ricorso all'*escamotage* della sollecitazione inversa.

E quello delle piattaforme globali rappresenta uno dei punti focali delle recenti proposte di modifiche al framework di MICA, presentate congiuntamente da tre Autorità (CONSOB, AMF, FMA, *cit.*).

64 L'art. 61 MICA, rubricato "*Prestazione di servizi per le cripto-attività su iniziativa esclusiva del cliente*", statuisce al par. 1: "Quando un cliente stabilito o residente nell'Unione avvia su propria iniziativa esclusiva la prestazione di un servizio o un'attività per le cripto-attività da parte di un'impresa di un paese terzo, il requisito di autorizzazione di cui all'articolo 59 non si applica alla prestazione di tale servizio o attività per le cripto-attività da parte dell'impresa del paese terzo a tale cliente, ivi compreso un rapporto connesso specificamente alla prestazione di tale servizio o attività per le cripto-attività".

Il tema della sollecitazione inversa è oggetto di ampio dibattito, potendo rappresentare un *escamotage* per bypassare tutto il *kit* della necessaria *compliance* prevista da MICA per la prestazione di servizi per le cripto-attività nel contesto europeo.

Al fine di evitare elusioni della disciplina prevista dall'art. 61, l'ESMA ha formulato una serie di *Orientamenti sulle situazioni in cui si ritiene che un'impresa di un paese terzo cerchi di procurarsi clienti stabiliti o residenti nell'UE e sulle prassi di vigilanza volte a individuare e prevenire l'elusione dei criteri relativi all'esenzione per iniziativa esclusiva dei clienti ai sensi del regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività (MiCA)*, ESMA35-1872330276-2030, 26 febbraio 2025, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-02/ESMA35-1872330276-2030_Guidelines_on_reverse_solicitation_under_MiCA_IT.pdf.

La codificazione del servizio, in linea con l'impostazione MICA, potrebbe apportare benefici *in primis* al consumatore, *in secundis* al prestatore, che godrebbe di parità di condizioni (*level playing field*), nonché in definitiva al mercato, che gioverebbe della chiarezza normativa su un ulteriore tassello del complesso settore delle cripto-attività.

Aspetto di non ultima considerazione diviene altresì l'ampliamento delle fonti di credito e di finanziamento per il consumatore, le quali in tal caso potrebbero ripercorrere i canali sia bancari, sia finanziari non bancari, nel momento in cui abbiano ad oggetto e/o in garanzia *stablecoin* (in particolare, EMT) ancorate alla valuta *fiat*⁶⁵.

Tanto infine consentirebbe al consumatore di cominciare a "familiarizzare" con le transazioni in EMT, in attesa dell'euro digitale.

⁶⁵ In questa direzione sembra procedere proprio l'iniziativa, annunciata il 25 settembre 2025, da 9 nove banche europee consorziate in funzione dell'emissione di una *stablecoin* denominata in euro, nel rispetto della MICA (<https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases/2025/september/nine-major-european-banks-join-forces-to-issue-stablecoin.html>).