

APPROFONDIMENTI

Il GENIUS Act a confronto con il MiCAR

Sulle stablecoin, tra innovazione statunitense e
armonizzazione europea

Novembre 2025

Andrea Conso, Founder Partner, Annunziata & Conso
Lorenzo Monechi, Associate, Annunziata & Conso



Andrea Conso, Founder Partner,
Annunziata & Conso

Lorenzo Monechi, Associate, Annunziata
& Conso

> **Andrea Conso**

Nel 2005 inizia l'esercizio della professione forense, dopo aver lavorato come legale interno in primari gruppi bancari per oltre dieci anni. Nel 2014 è tra i founder partner di Annunziata&Conso. Le principali aree di specializzazione riguardano il diritto societario, commerciale, bancario, finanziario e assicurativo, nonché i settori della monetica, del fintech e della blockchain; materie tutte affrontate nella prospettiva della regolamentazione dei mercati finanziari e con attenzione anche ai profili di comparazione giuridica e di applicazione di modelli inerenti l'operatività transfrontaliera. Andrea Conso è amministratore e sindaco di società vigilate appartenenti principalmente al settore bancario e finanziario.

Consulenza legale
Annunziata&Conso


annunziata&conso

1. Introduzione

Si stima che l'attuale capitalizzazione complessiva delle stablecoin sia pari a 294 miliardi di dollari. Le principali sono agganciate al dollaro americano e sono quella emessa da Tether (USDT), che capitalizza circa 170 miliardi di dollari, e quella emessa da Circle (USDC), che capitalizza circa 70 miliardi di dollari ed è collocabile anche nel mercato europeo. Insieme queste due stablecoin coprono circa l'80% dello stock mondiale.

Non pare pertanto un caso che in data 18 luglio 2025, proprio negli Stati Uniti sia stata emanata una legge che regola a livello federale le "stablecoin di pagamento" (di seguito semplicemente "**stablecoin**"): il *Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act* (in breve, **GENIUS Act**)¹.

Questa importante riforma detta i requisiti per l'emissione delle stablecoin e i principi ai quali dovrà adeguarsi la normativa secondaria che verrà emanata dalle autorità di vigilanza federali e statali².

Il GENIUS Act è il primo di una triade di provvedimenti normativi che hanno lo scopo di disciplinare i crypto-assets. Infatti, oltre al GENIUS Act, sono in fase di approvazione il *Digital Asset Market Clarity Act* - volto a istituire un sistema di regolamentazione dell'offerta e della vendita delle *digital commodities* da parte della Securities and Exchange Commission e della Commodity Futures Trading Commission - e il cosiddetto *Anti-CBDC (Central Bank Digital Currency) Surveillance State Act*, volto a introdurre il divieto per la Federal Reserve Bank di offrire prodotti o servizi direttamente a soggetti ed entità privati, gestire un conto per loro conto ed emettere una valuta digitale della banca centrale.

Queste note intendono fornire una sintesi delle principali disposizioni del GENIUS Act e un primo raffronto tra queste e quelle in materia di token di moneta elettronica contenuta nel Regolamento (EU) 2023/1114 (c.d. **MiCAR**).

¹ Il GENIUS Act è stato promulgato con il numero 119-27 ed è reperibile sul sito del Congresso degli Stati Uniti, all'indirizzo: <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/1582/text>.

² Cfr. Sec. 4(4) - *Capital, liquidity, and risk management requirements*.

> **vedi l'articolo online**

2. L'ambito oggettivo di applicazione del GENIUS Act

Come sopra accennato, il GENIUS Act disciplina esclusivamente le stablecoin, le quali sono definite (cfr. Sec. 2(22)³) come un asset digitale che è o è progettato per essere utilizzato come mezzo di pagamento o di regolamento e il cui emittente

- è obbligato a convertire, riscattare o riacquistare per un importo monetario fisso le stablecoin, esclusi gli asset digitali denominati in un importo fisso di valore monetario; e
- dichiara che la stablecoin manterrà, per un periodo di tempo definito, un valore costante.

Sono invece esclusi dalla nozione di stablecoin:

- le valute fiat (definite "national currency");
- i depositi come definiti nella sezione 3 del *Federal Insurance Deposit Act*, ivi compresi i depositi risultanti da registrazioni su DLT;
- le *security* come definite nella sezione 2 del *Securities Act* del 1933 (15 U.S.C. 77b), nella sezione 3 del *Securities Exchange Act* del 1934 (15 U.S.C. 78c) o nella sezione 2 dell'*Investment Company Act* del 1940 (15 U.S.C. 80a-2). La Sec. 2(22) specifica che nessuna obbligazione (*bond*), titoli di credito (*note*), gli altri titoli di debito (*evidence of indebtedness*) emessi e i contratti di investimento (*investment contract*) conclusi da un emittente di stablecoin autorizzato non potranno

³ "The term 'payment stablecoin' (A) means a digital asset; (i) that is, or is designed to be, used as a means of payment or settlement; and (ii) the issuer of which; (I) is obligated to convert, redeem, or repurchase for a fixed amount of monetary value, not including a digital asset denominated in a fixed amount of monetary value; and (II) represents that such issuer will maintain, or create the reasonable expectation that it will maintain, a stable value relative to the value of a fixed amount of monetary value; and (B) does not include a digital asset that (i) is a national currency; (ii) is a deposit (as defined in section 3 of the Federal Deposit Insurance Act (12 U.S.C. 1813)), including a deposit recorded using distributed ledger technology; or (iii) is a security, as defined in section 2 of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77b), section 3 of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c), or section 2 of the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-2), except that, for the avoidance of doubt, no bond, note, evidence of indebtedness, or investment contract that was issued by a permitted payment stablecoin issuer shall qualify as a security solely by virtue of its satisfying the conditions described in subparagraph (A), consistent with section 17 of this Act."

essere qualificati come *security* per il solo fatto di soddisfare i requisiti delle stablecoin.

3. Ambito soggettivo di applicazione del GENIUS Act

Il GENIUS Act prevede che potranno emettere stablecoin negli Stati Uniti solo i soggetti costituiti nel Paese (*formed in the United States*) a ciò autorizzati (cfr. Sec. 2(23)).

Tali soggetti sono:

- una controllata di un ente abilitato a ricevere depositi coperto da un sistema di garanzia di questi ultimi (*insured depository institution*)⁴ autorizzato all'emissione di stablecoin ai sensi della Sec. 5;
- emittenti di stablecoin autorizzati a livello federale;
- emittenti di stablecoin autorizzati a livello statale, come definiti nella Sec. 2(31)⁵.

Inoltre, si prevede che le *public company*⁶ – come noto, sottoposte agli obblighi informativi previsti dalle Sec. 13(a) o 15(d) del *Securities Exchange Act* del 1934 (15 USC 78m(a), 78o(d)) – che non sono svolgono prevalentemente attività finanziarie potranno anch'esse emettere stablecoin sulla base di una delibera unanime del *Stablecoin Certification Review Committee* istituito dal GENIUS Act che accerti che esse:

- non rappresentano un rischio rilevante per la sicurezza e la solidità del sistema bancario e la stabilità finanziaria degli Stati Uniti o del Fondo di assicurazione dei depositi;

⁴ La nozione di *insured depository institution* è contenuta nella Sec. 3 del *Federal Deposit Insurance Act* (12 U.S.C. 1813) e recita come segue: "means any bank or savings association the deposits of which are insured by the Corporation pursuant to this Act".

⁵ Ossia, "un ente che: (A) è legalmente costituito ai sensi delle leggi di uno Stato e autorizzata a emettere stablecoin di pagamento da un'autorità di regolamentazione statale in materia di stablecoin di pagamento; e (B) non è una banca nazionale non assicurata autorizzata dal Comptroller ai sensi del titolo LXII dei Revised Statutes, una succursale federale, un istituto di deposito assicurato o una filiale di tale banca nazionale, filiale federale o istituto di deposito assicurato".

⁶ Cfr. Sec. 4(12)(B)(i)(I).

- rispettano le limitazioni sull'uso dei dati; nello specifico, a meno che non riceva il consenso dell'utente, le informazioni personali non pubbliche ottenute dai dati delle transazioni in stablecoin non potranno essere a) utilizzate per indirizzare, personalizzare o classificare pubblicità o altri contenuti; b) vendute a terzi; o c) condivise con soggetti estranei al gruppo di appartenenza; e
- rispetta il divieto di cui al paragrafo 8 della medesima Sec. 4⁷.

La Sec. 4 (7) della legge prevede inoltre che gli emittenti di stablecoin autorizzati possano svolgere le seguenti attività:

- emettere stablecoin,
- riscattare stablecoin,
- gestire le riserve correlate, inclusi l'acquisto, la vendita e la detenzione di attività di riserva o la fornitura di servizi di custodia per attività di riserva, in conformità con la legge statale e federale,
- fornire servizi di custodia o di salvaguardia per stablecoin, riserve obbligatorie o chiavi private delle stablecoin, in conformità con la presente legge, e
- intraprendere attività accessorie autorizzate condizione che i detentori di stablecoin abbiano diritto di soddisfarsi sugli attivi posti a riserva delle emissioni in via privilegiata rispetto ai creditori "non-stablecoin"⁸.

È infine opportuno evidenziare che la Sec. 18 del GENIUS Act prevede le condizioni che un emittente straniero di stablecoin deve rispettare per poter "offrire, vendere o rendere altrimenti disponibili negli

⁷ Il quale prevede che "a permitted payment stablecoin issuer may not provide services to a customer on the condition that the customer obtain an additional paid product or service from the permitted payment stablecoin issuer, or any of its subsidiaries, or agree to not obtain an additional product or service from a competitor".

⁸ Cfr. Sec. 4(a)(7)(B).

Stati Uniti" i propri stablecoin e superare così il generale divieto previsto dalla Sec. 3(a)(2).

4. Requisiti per l'emissione di stablecoin

La già citata Sec. 4 del GENIUS Act definisce obblighi generali e specifici che devono essere rispettati per l'emissione di stablecoin.

In via generale, si prevede che:

(A) l'emittente debba mantenere riserve "identificabili" almeno pari al totale del valore delle stablecoin emesse (c.d. riserve garantite 1:1). Le riserve possono essere costituite, tra le altre⁹, dalle seguenti attività finanziarie:

- denaro contante o accreditato su un conto presso una Federal Reserve Bank¹⁰;
- fondi detenuti come depositi a vista (o altri depositi che possono essere prelevati in qualsiasi momento) o quote assicurate presso un istituto di deposito assicurato, in quest'ultimo caso nel rispetto dei limiti previsti dalla legge;
- buoni, titoli o obbligazioni del Tesoro con scadenza residua pari o inferiore a 93 giorni oppure emessi con una scadenza pari o inferiore a 93 giorni;

(B) l'emittente è obbligato a prevedere una policy chiara di rimborso delle stablecoin in circolazione e a divulgare pubblicamente in modo chiaro, con un linguaggio semplice, tutte le commissioni associate all'acquisto o al rimborso delle stablecoin.

L'emittente deve pubblicare mensilmente sul proprio sito web la composizione delle riserve, il loro importo e il numero totale di stablecoin in circolazione.

⁹ Per l'elenco completo cfr. la Sec. 4(1)(A).

¹⁰ La Federal Reserve Bank è una delle 12 banche regionali che compongono il Federal Reserve System, la banca centrale degli Stati Uniti.

Si prevede, inoltre, che:

- le riserve non possano essere date in garanzia o riutilizzate dall'emittente, né direttamente né indirettamente, se non per finalità tassative previste dalla legge (Sec. 4 (2));
- mensilmente, l'emittente di stablecoin sia soggetto alla verifica di una *registered public accounting firm* (Sec. 4(3)) e debba presentare ogni mese all'autorità di vigilanza (federale o statale) competente una certificazione dell'Amministratore Delegato e del Direttore Finanziario che attesti la correttezza del *report* mensile ¹¹.

5. Ulteriori vincoli in capo agli emittenti

L'emittente, sempre a sensi della Sec. 4 del GENIUS Act,

- deve conformarsi alle previsioni sui requisiti di capitale, liquidità e gestione dei rischi che saranno emanate dalle autorità di vigilanza statali e federali (Sec. 4(4));
- è considerato un ente finanziario (*financial institution*) ai sensi del *Bank Secrecy Act* ed è soggetto alle leggi federali in materia di sanzioni finanziarie e prevenzione del riciclaggio (Sec. 4(5));
- deve essere organizzato in modo da conformarsi agli ordini di congelamento di beni e di blocco di transazioni emanati dalle autorità competenti (Sec. 4(6));
- non possono subordinare la fornitura di servizi a un cliente all'acquisto di un prodotto o servizio accessorio (Sec. 4(8));
- non devono utilizzare denominazioni ingannevoli, tali da far assimilare le stablecoin a una va-

¹¹ La Sec. 4(10) prevede inoltre che un emittente di stablecoin con un totale consolidato in circolazione superiore a \$ 50.000.000.000, che non sia soggetto ai requisiti di rendicontazione previsti dalla Sec. 13(a) o 15(d) del *Securities and Exchange Act* del 1934 (15 USC 78m, 78o(d)), debba preparare un rendiconto finanziario annuale, che deve includere un'informativa sulle eventuali transazioni con parti correlate. In tal caso, l'emittente deve: (i) rendere tali rendiconti certificati disponibili sul sito web; e (ii) presentare tali rendiconti annualmente all'autorità di vigilanza competente.

luta avente corso legale emessa dagli Stati Uniti o garantita dal governo degli Stati Uniti (Sec. 4(9));

- non deve riconoscere al detentore di una stablecoin interessi o altre forme di rendimento (Sec. 4(11)).

6. Ulteriori aspetti rilevanti

Il GENIUS Act, sebbene indirettamente, prevede anche disposizioni volte a tutelare i detentori delle stablecoin.

Nello specifico, si prevede che la presentazione del servizio di custodia della riserva costituita a fronte dell'emissione di stablecoin, delle stablecoin utilizzate come garanzia o delle chiavi private utilizzate per emettere stablecoin possa essere offerta solo se il prestatore di servizi:

- tratta e gestisce le stablecoin, le chiavi private, il denaro contante e altri beni come appartenenti al cliente ¹²;
- adotta misure appropriate per proteggere le stablecoin, le chiavi private, il contante e altri beni di un cliente dalle pretese dei suoi creditori (*segregation requirement*) ¹³;
- contabilizza separatamente e mantiene separate le riserve di stablecoin, le stablecoin, il contante e altri beni di un emittente o cliente di stablecoin con i beni del cliente o dell'emittente dai propri, salvo alcune eccezioni (*divieto di commingling*) ¹⁴;
- è tenuto a rispettare degli obblighi informativi, inviando all'autorità le informazioni sulle sue operazioni e sulle misure di protezione degli asset dei clienti ¹⁵.

¹² Cfr. Sec. 10(b)(1).

¹³ Cfr. Sec. 10(b)(2).

¹⁴ Cfr. Sec. 10(c).

¹⁵ Cfr. Sec. 10(d).

Inoltre, in caso di insolvenza, i detentori di stablecoin emessi dall'emittente insolvente avranno un diritto privilegiato sulle attività di riserva, prima degli altri creditori (cfr. Sec. 11).

7. Entrata in vigore

Il GENIUS Act entrerà in vigore al verificarsi per primo di uno dei due seguenti eventi:

- la scadenza di un termine di 18 mesi a decorrere dalla data di promulgazione della legge (18 luglio 2025);
- 120 giorni dopo la data in cui le principali autorità federali di regolamentazione dei payment stablecoin emetteranno i regolamenti definitivi per l'attuazione della legge.

8. Raffronto tra GENIUS Act e MiCAR

Prima di prendere in esame le differenze tra il GENIUS Act e MiCAR, si ritiene opportuno svolgere alcune premesse di carattere definitorio.

Nel MiCAR, le stablecoin sono incluse in due categorie di cripto-attività¹⁶:

- (i) **Asset-referenced token** (c.d. **ART**), nei quali rientrano le stablecoin che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali (disciplinati nel Titolo III)¹⁷ e
- (ii) **Token di moneta elettronica** (c.d. **EMT**), nei quali rientrano le stablecoin che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale (disciplinati nel Titolo IV)¹⁸.

In particolare, gli EMT possono essere ricompresi nella definizione di "moneta elettronica" e, quindi,

¹⁶ Per completezza si evidenzia che MiCAR introduce anche una terza tipologia di cripto-attività, ossia i token diversi token collegati ad attività o dai token di moneta elettronica, i c.d. "**Other Than**" (disciplinati nel Titolo II).

¹⁷ Cfr. art. 3, primo paragrafo, n. 6) MiCAR.

¹⁸ Cfr. art. 3, primo paragrafo, n. 7) MiCAR.

"fondi" prevista dalla normativa sui servizi di pagamento¹⁹). L'art. 48, secondo paragrafo, primo comma, MiCAR prevede, infatti, che i "token di moneta elettronica sono considerati moneta elettronica". Conseguentemente sono l'unica tra le tipologie di cripto-attività del MiCAR che può essere utilizzata come mezzo di pagamento.

Pertanto, gli EMT sono definiti solo sulla base del loro sottostante (ossia, una "valuta ufficiale") e fatti rientrare nella nozione moneta elettronica e, quindi, di "fondi" a prescindere dalla loro funzione²⁰).

Pertanto, l'equivalente delle stablecoin disciplinate nel Genius Act che vengono prese in esame nell'ordinamento europeo sono solo gli EMT e limitatamente a quest'ultima tipologia di cripto-attività è possibile effettuare una comparazione.

Come visto sopra, il GENIUS Act, viceversa, adotta un approccio prevalentemente, sebbene non esclusivamente, finalistico, poiché definisce le stablecoin sulla base della loro funzione come strumento di pagamento o di regolamento e non le qualifica né come moneta elettronica, né in generale come "money".

Le conseguenze di questo diverso approccio sono rilevanti.

¹⁹ Cfr. art. 4, n. 25 PSD2: "banconote e monete, moneta scritturale o moneta elettronica quale definita all'articolo 2, punto 2), della direttiva 2009/110/CE", recepito nell'ordinamento ai sensi del d.lgs., 27 gennaio 2010, n. 11, lett. m) che evidenzia che sono considerati fondi "le banconote e monete, moneta scritturale e moneta elettronica così come definita dall'articolo 1, comma 2, lettera h-ter), testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385".

²⁰ È interessante notare che l'Opinion dell'EBA sui rapporti tra MiCAR e la Direttiva (UE) 2015/2366 sui servizi di pagamento (c.d. **PSD2**), di cui si dirà (v. *infra* par. 8.5), evidenzia che anche in Europa alcuni rappresentanti dell'industria hanno ipotizzato di qualificare "pagamenti" ai fini dell'applicazione della PSD2 solo le transazioni con EMT effettuate a fronte dell'acquisto di beni o servizi, con l'esclusione di quelle eseguite a fini diversi e di quelle peer-to-peer. Secondo l'EBA, tuttavia, l'introduzione di una condizione basata sulle finalità delle transazioni porterebbe incertezza, lascerebbe un eccessivo margine di discrezionalità agli intermediari e farebbe sorgere il rischio di condotte elusive e, in ultima analisi, portare a distorsioni del mercato, comportamenti illegali e concorrenza sleale. Tale condizione, inoltre, introdurrebbe una disparità di trattamento rispetto alle operazioni di pagamento che comportino il trasferimento di fondi (compresa la moneta elettronica), le quali rientrano tutte nell'ambito di applicazione della PSD2, a meno che non ne siano espressamente esclusa.

8.1 La natura del soggetto Emittente

Una prima rilevante differenza tra le due discipline attiene alla natura dell'emittente.

Il MiCAR impone che l'emittente di EMT sia un ente creditizio o un istituto di moneta elettronica.

Viceversa, il GENIUS Act estende il ruolo di emittente a tutti i soggetti a ciò autorizzati e alle *public company* che non sono svolgono prevalentemente attività finanziarie a condizione che lo *Stablecoin Certification Review Committee* accerti i requisiti previsti dal GENIUS Act e di cui si è detto sopra. Conseguentemente le stablecoin potranno essere emesse anche da società come Walmart e Amazon.

È inoltre interessante notare che, mentre l'Unione europea ha varato il progetto che dovrebbe condurre all'emissione dell'euro digitale, ossia una CBDC, gli Stati Uniti si apprestano ad emanare una norma che vieterebbe alla Federal Reserve di emettere dollari in forma digitale, chiaro sintomo della loro volontà di limitare al settore privato l'emissione di mezzi di pagamento basati su DLT.

8.2 Requisiti per l'emissione

Il MiCAR impone – all'art. 49 – che l'emissione di EMT sia subordinata al ricevimento da parte dell'emittente esclusivamente di fondi, ossia banconote e monete, moneta scritturale o moneta elettronica.

Viceversa, a norma del GENIUS Act il sottostante delle stablecoin possono essere tutte le attività finanziarie di cui si è detto nel precedente paragrafo 4.

8.3 Diritto di rimborso

Sia il GENIUS Act che MiCAR disciplinano il diritto di rimborso spettante al portatore delle cripto-attività, anche se, ancora una volta, lo fanno in modo diverso.

Il MiCAR prevede che il rimborso possa avvenire *"in qualsiasi momento e al valore nominale"*, sia incondizionato e non possa essere limitato contrattualmente, né soggetto a commissioni ²¹.

²¹ Cfr. art. 49, quarto paragrafo MiCAR.

Come ha messo in luce la dottrina ²², il GENIUS Act adotta un approccio diverso, frutto della definizione stessa di stablecoin come asset digitale *"il cui emittente è obbligato a convertire, riscattare o riacquistare per un importo monetario fisso"*. Questa formulazione sembra creare (anche se in modo impreciso e poco elegante) una forma di "tokenizzazione" in base alla quale l'asset digitale (la stablecoin) attesta e incarna l'obbligo dell'emittente di rispettare il rimborso. Tuttavia, il GENIUS Act non specifica esplicitamente se tale obbligo sia a favore del portatore della stablecoin o di una persona che ne ha il controllo.

8.4 Norme di condotta e responsabilità dell'emittente

Sia il MiCAR che il GENIUS Act contengono norme di condotta. Tuttavia, anche queste sono diverse.

Poiché, ai sensi del MiCAR, solo enti creditizi e istituti di moneta elettronica possono emettere EMT e i prestatori di servizi ad essi relativi si qualificano come prestatori di servizi di pagamento, tali soggetti sono sottoposti alle norme di condotta stabilite dalle relative discipline. Ad esse va ad aggiungersi l'obbligo previsto dal MiCAR a carico degli emittenti di redigere un *white paper* che fornisca informazioni corrette, chiare e non fuorvianti sulla cripto-attività. Si prevede, inoltre, che il *white paper* non debba contenere omissioni sostanziali e debba essere presentato in forma concisa e comprensibile ²³.

Analoghi obblighi sono previsti in merito alle comunicazioni di marketing ²⁴.

Ad integrazione di tali obblighi, il MiCAR istituisce – ai sensi dell'art. 52 – un regime di responsabilità oggettiva per qualsiasi informazione fuorviante che possa essere contenuta nel *white paper*. Si prevede inoltre che qualsiasi clausola contrattuale che tenti di escludere o limitare tale responsabilità sia *"priva di qualsiasi effetto giuridico"*.

²² Cfr. ODINET C.K. e TOSATO A., *Regulating Centralized Stablecoins: Comparing MiCAR and the GENIUS Act*, di prossima pubblicazione su *Notre Dame Law Review Reflection*, e in *Texas A&M University School of Law Legal Studies Research Paper No. 25-38*, *SMU Dedman School of Law Legal Studies Research Paper No. 701*, disponibile su SSRN, all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=5383158> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5383158>.

²³ Cfr. art. 51 MiCAR.

²⁴ Cfr. art. 53 MiCAR.

Inoltre, MiCAR al considerando 29)²⁵ mette in luce che – a prescindere dalla natura della cripto-attività – se il possessore è qualificabile come consumatore, si applica la normativa a tutela dei consumatori. Conseguentemente, in tale contesto, l'emissione e l'offerta al pubblico di cripto-attività è soggetta nell'ordinamento italiano anche alle disposizioni del Codice del Consumo e, in particolare, agli artt. 33 e seguenti che sanzionano con nullità le clausole vessatorie.

Il GENIUS Act si concentra invece unicamente suol divieto di denominazioni ingannevoli delle stablecoin nelle comunicazioni di marketing degli emittenti, come visto nel precedente par. 5, e non prevede alcun obbligo di condotta. Queste, tuttavia, potrebbero essere previste dalla regolamentazione attuativa federale e statale che dovrà essere emanata a norma della Sec. 13(a).

8.5 La disciplina dei prestatori di servizi

MiCAR, nel titolo V, prevede una rigorosa disciplina per gli intermediari che prestano i servizi per le cripto-attività, ossia i *Cripto-Asset Service Provider* (c.d. CASP) e impone di superare un complesso procedimento autorizzativo.

Inoltre, la qualificazione degli EMT come moneta elettronica (e quindi come “fondi”) stabilita dal MiCAR fa sì che i soggetti che prestano alcuni dei servizi relativi a EMT siano sottoposti, oltre che al MiCAR, anche alla normativa sui servizi di pagamento e pertanto devono ottenere anche l'autorizzazione prevista dalla PSD2.

²⁵ Cfr. Considerando n. 29: “Sebbene alcune offerte di cripto-attività diverse dai token collegati ad attività o dai token di moneta elettronica siano esenti da vari obblighi del presente regolamento, gli atti legislativi dell'Unione che garantiscono la tutela dei consumatori, come la direttiva 2005/29/CE del Parlamento europeo e del Consiglio o la direttiva 93/13/CEE del Consiglio, compresi gli obblighi di informativa ivi contenuti, rimangono applicabili alle offerte al pubblico di cripto-attività quando riguardano relazioni tra imprese e consumatori”.

L'EBA ha chiarito in una recente *Opinion* ²⁶ che

- (i) il servizio di trasferimento di EMT ²⁷ e
- (ii) il servizio di custodia e amministrazione di EMT ²⁸, nel caso in cui il *custodial wallet* consenta di ricevere ed effettuare trasferimenti di EMT da e verso terzi,

devono essere qualificati come servizi di pagamento e sono pertanto soggetti alla PSD2 ed ai relativi provvedimenti di recepimento e di attuazione. Pertanto, dopo la scadenza di un periodo transitorio, fissata dall'EBA al 1° marzo 2026 (²⁹), i soggetti che intendono prestare tali servizi dovranno alternativa-mente essere autorizzati ad operare anche come un prestatore di servizi di pagamento (c.d. PSP) o aver concluso una partnership con un intermediario già a tal fine autorizzato.

Il GENIUS Act, viceversa, si limita a fornire soltanto la definizione dell'intermediario che presta i servizi aventi ad oggetto i c.d. *digital asset* ³⁰, ossia il *Digital Asset Service Provider* (c.d. DASP) ³¹ prevedendo soltanto che sarà illegale per un DASP offrire o vendere una stablecoin a una persona negli Stati Uniti, a meno che la stablecoin non sia stata emessa da un emittente autorizzato ³².

9. Considerazioni conclusive

Il differente approccio del MiCAR e del GENIUS Act comporta delle rilevanti conseguenze per gli operatori.

Il sistema europeo si caratterizza per un'impostazione fortemente orientata alla tutela degli utenti, dei

²⁶ Cfr. *Opinion EBA on the interplay between PSD2 e MiCAR in relation to crypto-asset service providers that transact electronic money tokens* del 10 giugno 2025.

²⁷ Art. 3, paragrafo 1, n. 26) MiCAR.

²⁸ Art. 3, paragrafo 1, n. 17) MiCAR.

²⁹ Cfr. Paragrafi n. 10 e 18 dell'*Opinion EBA*.

³⁰ Cfr. Sec. 2(6).

³¹ Cfr. Sec. 2(7).

³² Cfr. Sec. 3(b)(1).

mercati e delle valute aventi corso legale e per tassonomia codificata, che qualifica gli EMT come moneta elettronica e, quindi, come “fondi”.

Il GENIUS Act introduce, viceversa, un'unica disciplina speciale per l'emissione e la circolazione delle stablecoin, semplificando di fatto l'iniziativa agli operatori e favorendo lo sviluppo di progetti in un quadro regolatorio meno stratificato rispetto a quello europeo.

L'approccio statunitense, in linea con il passato e altre regolamentazioni (si pensi, ad esempio, alla *regulation best interest*), mantiene un impianto orientato e basato principalmente su obblighi a carattere informativo, dimostrando una minore rigidità normativa al fine di bilanciare la tutela degli utenti, del mercato e l'innovazione. Pur richiedendo taluni requisiti di trasparenza e solidità finanziaria, si fonda su un principio di equivalenza funzionale, consentendo una maggiore flessibilità nell'accesso al mercato da parte di emittenti esteri.

Siamo tuttavia di fronte a due regimi normativi connotati entrambi da una forte vocazione “protezionista”, per questo antagonisti e difficilmente armonizzabili; una circostanza che rischia di ostacolare la crescita di attività che, per loro natura, sono potenzialmente globali. Questo comporta l'onere per operatori che intendono sviluppare attività sia nell'Unione europea sia negli Stati Uniti, di adeguarsi a regole molto diverse e prive di meccanismi di mutuo riconoscimento.

La promulgazione del GENIUS Act potrebbe rappresentare un punto di svolta nella finanza e nel sistema dei pagamenti americano e globale data la perdurante supremazia monetaria degli Stati Uniti. L'introduzione di una cripto-attività con un valore ancorato al dollaro che può essere emessa non solo da intermediari vigilati, ma anche da società commerciali e grandi piattaforme può, infatti, consentire a questi soggetti di non servirsi dei circuiti e dei sistemi dei pagamenti tradizionali e di evitare i relativi costi.

Inoltre, dato che il sottostante delle emissioni di stablecoin possono essere anche i *Treasury bond*, la loro adozione su vasta scala potrebbe tradursi in un aumento della domanda per i titoli di Stato americani. Secondo diversi analisti, citati da Reuters e Bloomberg, ciò rappresenterebbe un beneficio potenziale per il rifinanziamento del debito pubblico statunitense, in un contesto in cui esso ha superato

i 34 trilioni di dollari³³.

Inoltre, come visto sopra, se verrà adottato anche lo *Anti-CBDC (Central Bank Digital Currency) Surveillance State Act*, la “sovranità monetaria digitale” degli Stati Uniti sarà posta esclusivamente in capo ai privati.

Sebbene il GENIUS Act abbia trovato ampio sostegno – dato che è stato votato anche da esponenti democratici – e sia stato presentato dal presidente Trump come il provvedimento che consentirà agli Stati Uniti di diventare il principale centro mondiale per le criptovalute, non sono mancate le critiche.

Anzitutto, la nuova legge non tutelerebbe efficacemente gli utenti sotto diversi aspetti³⁴:

- non si prevede una garanzia di rimborso “a vista”: il GENIUS Act richiede, infatti, agli emittenti solo di pubblicare le loro politiche di rimborso;
- manca un sistema di garanzia per le perdite causate da malfunzionamenti dei sistemi o attacchi cibernetici.
- mancano tutele per gli utenti contro le frodi e le transazioni non autorizzate.

Inoltre, un Autore³⁵ ritiene che il GENIUS Act esponga al rischio di un caos economico a livello planetario conseguente dalla fornitura privata e frammentata di stablecoin emesse non solo da intermediari vigilati, ma anche da società come Walmart e Amazon.

Lo scenario che si delinea con il GENIUS Act presenta una sorprendente somiglianza con il sistema monetario americano dalla metà degli anni '30 del XIX secolo fino alla guerra civile, un periodo noto come *Free Banking Era*. La profonda sfiducia nei confronti del sistema bancario condusse allora a riforme che consentivano a chiunque disponesse di un importo minimo di fondi propri di aprire una banca.

³³ Cfr. OLIVARI M., *Criptovalute, così il GENIUS Act approvato dalla Camera Usa cambierà le prospettive di Bitcoin ed Ethereum*, in *Milano Finanza*, 18 luglio 2025.

³⁴ Cfr. https://advocacy.consumerreports.org/press_release/house-passes-genius-act-that-fails-to-protect-consumers-in-stablecoin-market/

³⁵ EICHENGRENN B., *The GENIUS Act Will Bring Economic Chaos*, in *The New York Times*, 17 giugno 2025.

Analogamente a quanto proposto dal GENIUS Act, tutte le banche avevano il diritto di emettere i dollari, a condizione che disponessero di un dollaro di garanzia per ogni dollaro emesso. L'assenza di una regolamentazione rigorosa e di controlli efficaci determinò il fallimento di numerose banche con devastanti impatti sui risparmiatori.

I recenti scandali bancari americani hanno evidenziato le difficoltà e i limiti della vigilanza sul sistema bancario. Questo porta ritenere che quella su soggetti non bancari che emettono stablecoin di pagamento sia ancora complessa e potenzialmente meno efficace. Questo potrebbe creare problemi molto più gravi oggi rispetto al XIX secolo.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
