



4 OTTOBRE 2023

Euro Digitale: una questione di sovranità

di Matteo Bursi

Assegnista di ricerca in Istituzioni di diritto pubblico
Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia



Euro Digitale: una questione di sovranità*

di Matteo Bursi

Assegnista di ricerca in Istituzioni di diritto pubblico
Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia

Abstract [It]: Lo scritto in oggetto si pone il fine di studiare il progetto relativo all'Euro Digitale, la sua conformità rispetto al diritto euro-unitario ed il suo impatto potenziale sull'economia europea. In quest'ottica, innanzitutto, si esaminerà il complessivo concetto di Moneta Digitale di Banca Centrale — mettendo inoltre in luce la sua diffusione internazionale — e verrà presentata un'analisi dei primi tre progress reports pubblicati sul tema da parte della BCE. Successivamente, tratteremo la questione afferente alla possibile base legale dello strumento de quo per poi valutare il contenuto delle proposte di Regolamento avanzate dalla Commissione Europea il 28 giugno 2023. Infine, si approfondirà il quarto progress report di Francoforte e si evidenzieranno le principali ragioni che, secondo il nostro punto di vista, stanno alla base dell'Euro Digitale.

Title: Digital Euro project: a question of sovereignty

Abstract [En]: This paper aims at studying the Digital Euro project, its compliance with the EU legislative framework and its potential impact on the European economy. In this regard, firstly, we will examine the overall concept of Central Bank Digital Currency — describing also the diffusion of the instrument de quo around the world — and we will analyse the first three progress reports published by the ECB about the topic. Secondly, we will deepen the issue related to the possible legal basis of this innovative tool and we will investigate the content of the Regulation proposals presented by the European Commission on 28 June 2023. Then, there will be an assessment of the fourth progress report of Frankfurt and, finally, we will underline the main reasons, according to our view, at the basis of the Digital Euro project.

Parole chiave: Euro Digitale, Banca Centrale Europea, base legale, stabilità finanziaria, sovranità

Keywords: Digital Euro, European Central Bank, legal basis, financial stability, sovereignty

Sommario: 1. Introduzione. 2. La Moneta Digitale di Banca Centrale. 2.1. Potenzialità ed effetti collaterali. 2.2. Diffusione dello strumento nel mondo. 3. La BCE e l'Euro Digitale. 4. I primi tre progress reports della Banca Centrale Europea. 5. La controversa questione della base giuridica. 5.1. La Moneta Digitale come evoluzione delle banconote “tradizionali”. 5.2. L'articolo 133 TFUE ed il ruolo del legislatore euro-unitario. 6. Le proposte della Commissione Europea ed il quarto progress report di Francoforte. 6.1. La proposta di Regolamento sull'Euro Digitale. 6.2. Riguardo l'assenza di tassi d'interesse sui depositi in Euro Digitale. 6.3. Il quarto progress report della BCE. 7. Conclusioni: la necessaria risposta ad una duplice sfida.

1. Introduzione

Il 28 giugno 2023, la Commissione Europea ha presentato la sua proposta di Regolamento in merito alla possibile creazione dell'Euro Digitale¹. Tale strumento, facente parte della famiglia delle Monete Digitali di Banca Centrale (MDBC), rappresenterebbe una significativa novità per l'economia dell'Eurozona, comportando varie e notevoli conseguenze con riferimento ad una molteplicità di ambiti (su tutti, politica monetaria e stabilità finanziaria). Il presente scritto si pone il fine di studiare la tematica *de qua*, articolando

* Articolo sottoposto a referaggio.

¹ [Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of the Digital Euro.](#)



un'analisi multidisciplinare mirata a definire i confini di un fenomeno che, ad oggi, risulta ancora sconosciuto ai più, presentando, anche sul piano giuridico, rilevanti elementi meritevoli di attenzione.

In tal senso, innanzitutto, si esaminerà in generale il tema della Moneta Digitale di Banca Centrale (I), per poi valutare le azioni implementate da parte della Banca Centrale Europea fino al giugno 2023 (II). Successivamente, si tratterà della base giuridica che potrebbe sorreggere tale progetto (III), per poi riportare i punti principali delle proposte legislative recentemente avanzate da parte della Commissione Europea, esaminare il quarto *progress report* della BCE (IV) e, infine, concludere con una valutazione afferente al legame fra Euro Digitale e sovranità euro-unitaria (V).

2. La Moneta Digitale di Banca Centrale

Storicamente, le Banche Centrali, nel perseguire le proprie finalità, non hanno mai avuto un “rapporto diretto” con cittadini ed imprese. Invero, l'azione degli istituti di emissione verso persone fisiche e giuridiche è stata (ed è) mediata da parte di altri soggetti: le banche private. In quest'ottica, dunque, la raccolta di denaro non era (come tuttora non è) svolta da parte delle Banche Centrali, ma è demandata agli istituti di credito privati che, con le loro ramificazioni territoriali, gestiscono conti correnti, elargiscono prestiti ed effettuano investimenti. Tuttavia, lo sviluppo tecnologico degli ultimi anni può portare ad un'importante modificazione di questo modello, un mutamento strutturale che permetterebbe agli istituti di emissione di interfacciarsi direttamente con la cittadinanza e quindi di “saltare” l'intermediazione svolta da parte delle banche. Con un sempre minor utilizzo del denaro contante e con la possibilità di disporre e ricevere pagamenti avendo a disposizione una semplice connessione ad internet, cittadini ed imprese potrebbero infatti aprire un conto corrente direttamente presso la Banca Centrale e, conseguentemente, andare a movimentare una forma di denaro dematerializzata che non corrisponderebbe ad una passività di una banca privata, bensì a quella di un istituto di emissione: si tratta della, sopramenzionata, Moneta Digitale di Banca Centrale. Con tale innovazione, la Banca Centrale fornirebbe dunque alla cittadinanza una moneta con un grado di liquidità uguale a quello del contante, ma che, allo stesso modo, garantirebbe una facilità (e sicurezza) di gestione affine a quella di un conto corrente bancario. La creazione di tale strumento — è logico affermare — ingenererebbe rilevanti ricadute positive sulla società ma, al contempo, farebbe affiorare determinate criticità, non riguardanti solo la stabilità finanziaria, che meritano di essere attentamente ponderate: un'esigenza che risulta pressante soprattutto con riferimento alla sfera giuridica, considerando come, finora, il tema in oggetto abbia goduto in dottrina di limitata attenzione².

² Fra i pochi contributi pubblicati, in ambito giuridico, sul tema della Moneta Digitale di Banca Centrale, si vedano W. BOSSU – M. ITATANI – C. MARGULIS – D.P. ROSSI – H. WEENINK – A. YOSHINAGA, *Legal aspects of Central Bank Digital Currency: Central Bank and monetary law considerations*, in *IMF Working Papers*, 2020 e G. BOSI, *Digital Euro e*

2.1. Potenzialità ed effetti collaterali

Come sostenuto da diversi Autori³, la Moneta Digitale di Banca Centrale avrebbe nei seguenti elementi i propri principali “punti di forza”:

A) anzitutto, creando una MDBC, gli istituti di emissione potrebbero implementare in modo più veloce le scelte di politica monetaria verso la cd. economia reale. Invero, i rialzi e gli abbassamenti dei tassi, non essendo più mediati da parte delle banche private, non avrebbero bisogno di mesi per “toccare” cittadini ed imprese, bensì riuscirebbero, nel giro di pochi giorni, a sortire i propri effetti. Da ciò, conseguentemente, deriverebbe una più efficiente gestione del tasso di inflazione da parte delle Banche Centrali⁴;

B) con la Moneta Digitale di Banca Centrale, la cittadinanza avrebbe a disposizione una forma di deposito per le proprie finanze che assicurerebbe un livello di garanzia superiore a quello offerto dal mondo bancario privato. In tal maniera, pertanto, il risparmio accumulato da persone fisiche e giuridiche risulterebbe maggiormente tutelato rispetto alla condizione attuale. Inoltre, in caso di corsa agli sportelli⁵, l’istituto di emissione avrebbe informazioni più immediate rispetto ai flussi di denaro, potendo, di conseguenza, agire in modo rapido al fine di riequilibrare il mercato;

C) le transazioni effettuate attraverso l’utilizzo della MDBC potrebbero aver luogo con costi e tempi minori rispetto a quelli che caratterizzano gli attuali sistemi di pagamento. Allo stesso modo, l’infrastruttura alla base del sistema, essendo gestita da parte dell’istituto di emissione, non sarebbe interessata da malfunzionamenti o “blocchi” riconducibili a soggetti esteri/privati;

D) la Moneta Digitale di Banca Centrale potrebbe favorire l’inclusione finanziaria per le persone che, fino ad ora, sono rimaste emarginate dal sistema economico per carenze del sistema bancario (pur avendo a

dintorni giuridici, in *Banca, Impresa e Società*, n. 2, 2022, pp. 219-250. La letteratura scientifica relativa alle MDBC è primariamente di natura economica ma, su questo argomento, si sono soffermati anche studiosi afferenti ad altre aree (come la sociologia). Pertanto, si consultino, *ex plurimis*, T. KEISTER – D. SANCHES, *Should Central Banks issue Digital Currency?*, in *The Review of Economic Studies*, vol. 90, n. 1, 2023; L. SARTORI, *Complementari o sostitutive, pubbliche o private: il processo di differenziazione della moneta*, in *Stato e Mercato*, n. 120, pp. 393-421 e R. AUER – G. CORNELLI – J. FROST, *Rise of the Central Bank Digital Currencies: Drivers, Approaches and Technology*, in *CEPR Discussion Papers*, 3 novembre 2020.

³ Tra i diversi *papers* pubblicati in ambito economico, si faccia riferimento a quanto scritto da B.S.C. FUNG – H. HALABURDA, *Central Bank Digital Currencies: A framework for assessing why and how*, in *Bank of Canada Discussion Papers*, 2016 e da T. MANCINI-GRIFFOLI – M. SOLEDAD-MARTINEZ PERIA – I. AGUR – A. ARI – J. KIFF – A. POPESCU – C. ROCHON, *Casting light on Central Bank Digital Currency*, in *IMF Staff Discussion Note*, novembre 2018.

⁴ Elemento di assoluto rilievo considerando il fatto che, come noto, la maggior parte degli istituti di emissione globali ha nel perseguimento della stabilità dei prezzi il proprio obiettivo primario.

⁵ Con questa espressione (in inglese, *bank run*) si è soliti identificare una situazione in cui, a seguito della diffusione di timori in merito alla tenuta del sistema finanziario (spesso conseguente al fallimento di un istituto di credito), i correntisti ritirano in massa i fondi detenuti presso le banche, generando una crisi di liquidità anche per quei soggetti che, in condizioni “ordinarie”, sarebbero solvibili. Tale fenomeno è accaduto anche in tempi recenti, con i fallimenti che hanno interessato alcuni istituti di media dimensione statunitensi. In merito al tema generale della corsa agli sportelli, si veda M. BROWN – S.T. TRAUTMANN – R. VLAHU, *Understanding Bank-Run Contagion*, in *Management Science*, vol. 63, n. 7, 2017, pp. 2272-2282, mentre, rispetto a quanto accaduto nei mesi passati negli Stati Uniti, si veda G. TETT, *Wake up to dangers of digital bank runs*, in *Financial Times*, 20 aprile 2023.

disposizione una connessione ad internet): ciò potrebbe essere particolarmente rilevante nei Paesi in via di sviluppo⁶. Al contempo, negli Stati economicamente avanzati, la MDBC potrebbe interessare gli individui che nutrono diffidenza nei confronti degli istituti di credito privati e coloro i quali, per problemi riconducibili alla loro “storia debitoria”⁷, incontrano difficoltà ad aprire un conto corrente ordinario;

E) qualora sui depositi in MDBC fosse previsto un tasso di interesse, sarebbe più difficile per le banche private creare “cartelli” mirati a remunerare in maniera contenuta la liquidità di persone fisiche e giuridiche⁸;

F) una diffusione su larga scala della Moneta Digitale di Banca Centrale, infine, potrebbe favorire il progressivo accantonamento del contante — un elemento rilevante al fine di contrastare una moltitudine di attività illecite⁹ — ed incontrerebbe quel diffuso interesse alla digitalizzazione del denaro, e della finanza, che riguarda ampi strati della popolazione (soprattutto con riferimento alle generazioni più giovani)¹⁰: in tal senso, le Monete Digitali di Banca Centrale potrebbero quindi rappresentare anche una valida alternativa alle criptovalute¹¹, con quanto di positivo ne potrebbe conseguire da un ridimensionamento del fenomeno *crypto*¹².

⁶ Si considerino quegli Stati dove le ramificazioni territoriali delle banche private sono poche e nei quali, parimenti, l'offerta di servizi di *home banking* risulta limitata o di complessa fruizione per i cittadini meno “al passo” con la tecnologia.

⁷ Il riferimento, per esempio, è a quei soggetti che nell'ordinamento italiano sono conosciuti come “protestati” — ai sensi di quanto previsto dal Regio Decreto 14 dicembre 1933 n. 1669 e dal Regio Decreto 21 dicembre 1933, n. 1736 — e che, alla luce di quanto registrato sulla loro figura nelle diverse centrali rischi, si vedono sovente negata dagli istituti di credito la possibilità di aprire un conto corrente.

⁸ Questa dinamica è stata riscontrata anche nei mesi passati. Invero, a seguito dell'aumento dei tassi di interesse determinato dalla Banca Centrale Europea, la “forbice” fra i rendimenti corrisposti sui conti correnti (rimasti prossimi allo zero) ed i tassi applicati dalle banche sui finanziamenti erogati (cresciuti al passo di quanto determinato da Francoforte) è andata ad ampliarsi in modo rilevante. In tal senso, Banca d'Italia, in diverse circostanze, ha invitato gli istituti di credito ad adeguare le condizioni applicate a cittadini ed imprese ed il Governatore Visco ha affermato come tale “comportamento”, conseguentemente, abbia indotto questi ultimi soggetti a riallocare il «risparmio a favore di attività più remunerative, in particolare verso i titoli di Stato e, in misura minore, verso le altre tipologie di depositi e verso le obbligazioni bancarie». Si vedano quindi la [nota](#) pubblicata sul sito di Palazzo Koch nel febbraio 2023 ed il contenuto dell'[intervento](#) pronunciato da Ignazio Visco, il 15 luglio 2023, di fronte all'assemblea dell'Associazione Bancaria Italiana (p. 5).

⁹ È ragionevole affermare come gli effetti negativi collegati all'utilizzo del contante siano ormai ampiamente noti. Ad ogni modo, per avere una puntuale panoramica della presente tematica, si può consultare quanto elaborato dal Forum Ambrosetti, organizzazione che, nel 2015, ha istituito una piattaforma di studio, la *Community Cashless Society*, indirizzata ad analizzare lo l'utilizzo del contante a livello globale (si veda il sito di [The European House – Ambrosetti](#)).

¹⁰ A tal riguardo, a titolo esemplificativo, si considerino le conclusioni a cui è giunto il [CEA Institute](#) in merito alla diffusione delle criptovalute tra le persone appartenenti alla, cosiddetta, generazione Z (i soggetti cioè nati, approssimativamente, tra la fine degli anni '90 e l'inizio degli anni 2010).

¹¹ La correlazione tra l'affermazione delle criptovalute e l'emersione delle MDBC è stata formulata da diversi Autori; si veda, per esempio, I. AGUR, *Central Bank Digital Currencies: an overview of pros and cons*, in E. GNAN – D. MASCIANDARO (a cura di), *Do we need Central Bank Digital Currency? Economics, Technology and Institutions*, in *SUERF Conference Proceedings*, n. 2, 2018, pp. 114-117 e a R. ALI – N. NARULA, *Redesigning digital money: What can we learn from a decade of cryptocurrencies?*, in *MIT DCI Working Papers*, gennaio 2020.

¹² Secondo chi scrive, le criptovalute meritano d'essere classificate come strumenti finanziari ad alto rischio, privi di sottostante, che comportano un rilevante danno ambientale, favorendo inoltre la perpetrazione di una moltitudine di attività illecite. In quest'ottica, fra gli innumerevoli contributi pubblicati a sostegno della nostra tesi, si vedano *The crypto*

A fronte di questi elementi, che giocano a favore della creazione di una MDBC, vi sono però anche, come già scritto, tre principali “effetti collaterali”, potenzialmente negativi, che necessitano d’essere presi in considerazione:

a) un’ampia diffusione della Moneta Digitale di Banca Centrale potrebbe causare un’erosione dei depositi bancari dalla quale potrebbe derivare una pericolosa corsa agli sportelli che minerebbe la stabilità finanziaria del sistema. Una minore raccolta per il sistema bancario privato si tradurrebbe inoltre in una più contenuta quantità di fondi con cui finanziare cittadini ed imprese; gli istituti di credito, come reazione, potrebbero dunque alzare i rendimenti offerti alla clientela ma da questa decisione — è ragionevole affermare — deriverebbe l’assunzione di maggiori rischi e, conseguentemente, una più elevata probabilità di avere crisi bancarie. Per scongiurare questa eventualità, è stata prospettata l’ipotesi di porre dei limiti di detenzione per i depositi in Moneta Digitale di Banca Centrale o, in alternativa, di fissare sui conti aperti presso l’istituto di emissione un tasso d’interesse nullo o minore rispetto a quello previsto dalle banche private¹³. Tuttavia, da tali previsioni potrebbe derivare un minor “successo” per le MDBC, depotenziando quindi gli effetti positivi derivanti da una loro adozione;

b) la creazione della MDBC sposterebbe dal mondo privato alla sfera pubblica la gestione di risorse economiche, ma anche quella di informazioni personali. In tal senso, Governi illiberali potrebbero utilizzare questa innovazione finanziaria per rendere ancor più pervasivo il proprio controllo sulla vita dei cittadini. Allo stesso modo, avendo tanti dati concentrati presso un unico soggetto, in caso di *data breach*, le conseguenze derivanti da un evento di questo genere potrebbero essere particolarmente rilevanti¹⁴;

c) è probabile che, riconoscendo corso legale alla MDBC, elemento fondamentale per il “successo” di questo strumento, si obblighino (formalmente) gli esercenti ad installare nuovi strumenti necessari all’elaborazione di pagamenti effettuati con Moneta Digitale. Da ciò, deriverebbe dunque per questi soggetti un maggior onere finanziario che si andrebbe ad accompagnare a quelli già esistenti per la gestione del contante e degli attuali sistemi di pagamento privati. Al contempo, va sottolineato come questa spesa in capo agli esercenti potrebbe portare a dinamiche affini a quelle che riguardano attualmente le transazioni effettuate attraverso il POS (*Point-of-Sale*): pur essendo formalmente obbligati, i negozianti

ecosystem: key elements and risk, in *BIS Papers*, luglio 2023 ed *Environmental impact of digital assets*, in *OECD Business and Financial Policy Papers*, 2 dicembre 2022.

¹³ Queste soluzioni sono state proposte da diversi soggetti. In quest’ottica, *ex plurimis*, si faccia riferimento a quanto affermato da Fabio Panetta, membro del Comitato Esecutivo della BCE (e Governatore “designato” della Banca d’Italia dal 1° novembre 2023), in un’intervista rilasciata a K. DE MEYER, *Fabio Panetta: «L’Euro numérique apporterà aux Européens des services financiers innovants»*, in *Les Echos*, 24 maggio 2023 e quanto sostenuto da Jon Cunliffe, vice-Governatore della *Bank of England*, in un discorso pronunciato il 7 febbraio 2023 (si consulti il sito della [Bank of England](https://www.bankofengland.co.uk)).

¹⁴ Su questo punto, si faccia riferimento, per esempio, a quanto scritto da G. FANTI – K. KOSTAINEN, *Missing Key: the challenge of cybersecurity and Central Bank Digital Currency*, in *The Atlantic Council reports*, 10 giugno 2022.

potrebbero nella realtà non accettare la MDBC, confidando in un sistema di controlli poco stringente (fattore deleterio per la diffusione della Moneta Digitale di Banca Centrale).

2.2. Diffusione dello strumento nel mondo

Al netto dell'Eurozona, di cui si dirà più avanti, diversi Stati del mondo occidentale (e non) hanno avviato progetti di MDBC, giungendo a livelli di sviluppo differenti¹⁵.

Considerando i Paesi anglosassoni facenti parte del G7 (Canada, Stati Uniti e Regno Unito), si può rilevare come tutti e tre siano ancora in una fase di elaborazione dello strumento *de quo*. Con particolare riferimento agli USA, prima economia mondiale e Paese emittente la principale valuta internazionale, va evidenziato come negli ultimi anni, sia figure governative che membri del *Board of Governors* della FED¹⁶, abbiano sottolineato l'importanza di approfondire la possibile creazione di un Dollaro Digitale, pur rimanendo in uno stadio che può essere considerato preliminare. Per quanto alcune delle *Regional Federal Reserve Banks* abbiano avviato progetti di studio della MDBC, coinvolgendo sia centri di ricerca che organismi internazionali e soggetti esteri¹⁷, la FED ha infatti finora mantenuto sul tema un atteggiamento "agnostico", evitando di affermare se sia intenzionata, o meno, ad emettere una Moneta Digitale¹⁸. Nei mesi passati, inoltre, la materia *de qua* è divenuta oggetto di dibattito politico, con diverse personalità che hanno espresso preoccupazione rispetto alle supposte limitazioni alla libertà individuale che un Dollaro Digitale potrebbe causare: significative, in tal senso, sono le iniziative legislative avviate in alcuni Stati del Sud del Paese, a guida repubblicana, al fine di proibire il possibile impiego sul proprio territorio di una

¹⁵ Il *Think Tank* "Atlantic Council" tiene traccia dello stato di avanzamento su questo tema dei principali Paesi del globo, indicando le Nazioni giunte ad un livello avanzato e quelle che, invece, sono ancora in una fase di studio. Cfr., al riguardo, il sito dell'[Atlantic Council Organization](#). Nel 2021, con la pubblicazione di un [white paper](#), è stato anche avviato il "Central Bank Digital Currency tracker", un progetto *open-source* avente lo scopo di raccogliere il più vasto numero possibile di informazioni in merito alla diffusione della Moneta Digitale di Banca Centrale. Nel presente scritto, per fornire coerenza alla trattazione, seguiremo la classificazione effettuata dall'*Atlantic Council Organization* (classificazione che, va detto, risulta pressoché analoga a quella presentata dal *Central Bank Digital Currency tracker*).

¹⁶ Sul tema, per esempio si sono espressi sia la Segreteria al Tesoro, Janet Yellen (si veda il sito del [Tesoro statunitense](#)), che il Presidente della *Federal Reserve*, Jerome Powell (si veda il sito della [FED](#)). Inoltre, il Presidente Biden, nel marzo 2022, ha firmato un ordine esecutivo (si veda il sito della [Casa Bianca](#)) in cui si sprona l'istituto di emissione a continuare il suo studio in merito ad un eventuale Dollaro Digitale, invitando anche alla partecipazione a progetti che coinvolgano Nazioni estere.

¹⁷ La FED di Boston, per esempio, ha condotto, in collaborazione con il *Massachusetts Institute of Technology*, il progetto Hamilton, mirato a studiare il potenziale funzionamento delle MDBC (si consideri il sito della [Federal Reserve di Boston](#)); parimenti, la FED di New York ha esplorato il tema in oggetto con la Banca dei Regolamenti Internazionali ed ha partecipato, insieme a Singapore, al progetto di studio Cedar, indirizzato ad analizzare il miglioramento di pagamenti transfrontalieri attraverso l'impiego della *Distributed Ledger Technology* (si veda il sito della [Federal Reserve di New York](#)).

¹⁸ Il 22 gennaio 2022, la FED ha pubblicato un *paper* in merito alla Moneta Digitale di Banca Centrale ([Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation](#)), presentando aspetti positivi e negativi correlati allo strumento in questione. Tuttavia, gli Autori dello scritto non esprimono un'opinione in merito alla creazione del Dollaro Digitale, riflettendo la posizione "attendista" che pare contraddistinguere l'approccio al tema adottato dal *Board of Governors* della Banca Centrale americana.



Moneta Digitale di Banca Centrale¹⁹.

Situazione in parte differente è invece quella che riguarda il Regno Unito, Stato in cui, negli ultimi anni, sono state diverse le istituzioni che si sono interessate al tema in questione. Invero, lo studio riguardante la possibile creazione di una Sterlina Digitale ha coinvolto, oltre che la *Bank of England*, anche il Governo ed il Parlamento di Londra²⁰. A tal proposito, particolarmente interessante ai fini della nostra analisi risulta essere un *report* elaborato sul tema da parte della Camera dei *Lords*: nel documento in oggetto, per quanto siano riconosciute ricadute positive derivanti da una MDBC, è infatti sostenuto come non sussistano, ad oggi, sufficienti motivazioni al fine di creare una Moneta Digitale di Banca Centrale, giungendo a definire lo strumento *de quo* come “una soluzione in cerca di un problema”²¹.

Anche la *Bank of Canada*, dal canto suo, ha avviato uno studio in merito alla MDBC, analizzando il tema sin dal 2017²². Nella situazione attuale, l’istituto di emissione di Ottawa non reputa ancora necessaria la creazione di un Dollaro Canadese Digitale, pur riconoscendo la necessità di “prepararsi” ad una futura emissione di una Moneta Digitale di Banca Centrale²³.

Allargando lo sguardo verso il Giappone, altro membro del G7, si può invece rilevare un livello di avanzamento in materia di MDBC superiore a quello che attualmente contraddistingue i tre Stati appena menzionati. Invero, il Paese del Sol Levante, dopo uno studio pluriennale, è entrato, ad inizio 2023, nella fase pilota, giungendo quindi ad una prima, per quanto preliminare, traduzione concreta di quanto elaborato a livello teorico²⁴. Altri Stati economicamente avanzati giunti alla fase pilota sono l’Australia, la

¹⁹ Ciò è accaduto, per esempio, in North Carolina e Florida. Il Governatore di quest’ultimo Stato, Ron DeSantis, ha inoltre inserito la sua ferma volontà di contrastare il Dollaro Digitale fra i punti facenti parte del programma con cui intende ottenere la *nomination* repubblicana per le elezioni a Presidente del 2024. Sul tema, si vedano P. KRUGMAN, *The weird new war on “woke” money*, in *The New York Times*, 7 aprile 2023 e B. SCHRECKINGER, *The digital dollar’s bipartisan problem*, in *Politico.com*, 13 giugno 2023.

²⁰ Il 19 aprile 2021, la *Bank of England* (BoE) ed il Dipartimento del Tesoro (*HM Treasury*) hanno annunciato la creazione di una *taskforce* avente il compito di coordinare la fase di indagine preliminare relativa alla possibile creazione di una Sterlina Digitale. Nei primi mesi del 2023, inoltre, la BoE, sempre in collaborazione con il Tesoro, ha pubblicato sul tema un *consultation paper* (“[The digital pound: a new form of money for households and businesses?](#)”).

²¹ Si veda il *report* pubblicato dall’*Economic Affairs Committee* della Camera dei *Lords* inglesi il 13 gennaio 2022 (“[Central Bank Digital Currencies: a solution in search of a problem?](#)”).

²² Anno in cui, avviando lo studio in relazione alla possibile creazione di una MDBC, la *Bank of Canada* ha preso parte al [progetto Jasper](#), un’indagine mirata ad approfondire come la *Distributed Ledger Technology* (DLT) possa trasformare i sistemi di pagamento all’ingrosso (*wholesale payments systems*).

²³ «*We don’t see a need for a digital dollar right now. But Canada may need one in the future, so we need to get ready*»; si veda il sito della [Bank of Canada](#). Dall’8 maggio al 19 giugno 2023, la Banca Centrale canadese, al fine di coinvolgere la popolazione nelle valutazioni relative all’eventuale creazione di una MDBC, ha inoltre condotto una *survey*, liberamente accessibile *online*, rivolta a tutti i cittadini canadesi, cui hanno partecipato oltre 85 mila persone.

²⁴ La Banca Centrale giapponese, dopo un periodo di studio iniziato nel corso del 2020, ha lanciato, nell’aprile del 2023, la fase pilota in merito alla creazione dello Yen Digitale; in questa versione sperimentale, la MDBC giapponese non dovrebbe coinvolgere nelle transazioni i consumatori ed i commercianti. L’istituto di emissione di Tokyo prevede inoltre di creare un forum sulla MDBC al fine di incentivare una partecipazione attiva al progetto da parte della cittadinanza. Sul tema, si consulti il sito della [Bank of Japan](#).

Corea del Sud²⁵ e la Svezia²⁶. In particolare, è utile rilevare come la Banca Centrale di Sidney, nello sviluppare la propria Moneta Digitale, abbia preso parte, insieme all'istituto di emissione malesiano, a quello sud-africano ed a quello di Singapore, al progetto “Dunbar”, un’iniziativa, guidata dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI)²⁷, mirata in particolare a studiare la creazione di una piattaforma per MDBC indirizzata a facilitare i pagamenti transfrontalieri²⁸; un programma affine a quello che ha coinvolto l'istituto di emissione di Stoccolma, il quale, insieme alla Banca Centrale israeliana, a quella norvegese ed alla BRI, ha preso parte al progetto “Icebreaker”²⁹.

Espandendo la nostra analisi oltre i regimi (pienamente) democratici, risulta doveroso riportare, per ragioni demografiche, geopolitiche ed economiche, il livello di sviluppo raggiunto sul tema in oggetto da parte di tre Stati: India, Russia e Cina³⁰. Tutte e tre queste Nazioni sono entrate nella fase pilota ma, fra esse, emergono delle diversità riguardanti il livello di perfezionamento dello strumento in questione ed in merito alla *ratio* alla base della sua emissione.

Nel caso indiano, infatti, è logico sostenere come il progetto della Rupia Digitale, giunto sul finire del 2022 alla “versione sperimentale”, sia nato principalmente da tre esigenze: ridurre l’elevato utilizzo del contante, favorire l’inclusione finanziaria della cittadinanza e contrastare la diffusione delle criptovalute³¹. Situazione diversa è invece quella russa, dove la Banca Centrale moscovita, negli ultimi anni particolarmente attiva in materia di MDBC, ha sì concepito il Rublo Digitale come un’utile innovazione

²⁵ Tra il 2020 ed il 2021 la Banca Centrale di Seul ha avviato la sua fase pilota in merito ad una MDBC. Nel maggio 2023, è stato annunciato il coinvolgimento nel progetto della multinazionale coreana Samsung. Si rinvia al sito della [Banca Centrale coreana](#) ed a R. BROWNE, *Samsung is exploring an ‘offline’ digital currency that works with Galaxy phones*, in *CNBC.com*, 16 maggio 2023.

²⁶ La *Riksbank* ha iniziato a studiare la possibile creazione di una e-Krona nel 2017, giungendo quindi nel 2020 ad avviare la sua fase pilota (in collaborazione con la società privata Accenture). Ad oggi, la Banca Centrale svedese ha pubblicato sul tema cinque *progress reports*, di cui l’ultimo pubblicato nell’aprile del 2023. L’istituto di emissione scandinavo riconosce come la decisione finale rispetto alla creazione di una e-Krona spetti alla politica. In tal senso, si veda il sito della [Riksbank](#).

²⁷ La Banca dei Regolamenti Internazionali (*Bank for International Settlements*) è un’istituzione finanziaria internazionale creata nel 1930. Ad oggi, la BRI è partecipata da 63 istituti di emissione e svolge una funzione di coordinamento fra le diverse Banche Centrali globali. All’interno di questo soggetto sono presenti dei Comitati: il più conosciuto di questi, è ragionevole affermare, è il Comitato di Basilea sulla supervisione bancaria. Sul tema, si consulti il sito della [Banca dei Regolamenti Internazionali](#).

²⁸ La Banca Centrale australiana, con il progetto “Atom”, ha condotto una prima analisi, fra il 2020 ed il 2021, in merito alla creazione di una MDBC basata su di una *distributed ledger technology*. Nel corso del 2022, l’istituto di emissione di Sidney ha dato avvio ad una fase pilota i cui obiettivi sono enunciati all’interno del *white paper* “[Australian CBDC Pilot for Digital Financial Innovation](#)”. Con riferimento al progetto Dunbar, si veda il sito della [Banca dei Regolamenti Internazionali](#).

²⁹ In merito a questo progetto, si consulti il sito della [Banca dei Regolamenti Internazionali](#).

³⁰ L’India, pur essendo sovente chiamata “la più grande democrazia al mondo”, sta ormai vivendo da qualche anno una fase di “regressione” che pone a repentaglio elementi fondamentali dello Stato di diritto; questa tendenza è divenuta sempre più marcata con l’arrivo al potere di Narendra Modi, nel 2014. Sul tema, fra i molti articoli scritti, si faccia riferimento a M. WOLF, *Modi’s India is moving in an illiberal direction*, in *Financial Times*, 25 luglio 2023 ed a U. TRAMBALLI, *Cosa salverà la più grande democrazia del mondo?*, in *Ispi Online*, 7 giugno 2023.

³¹ Il tema del contrasto alle criptovalute è citato esplicitamente dalla Banca Centrale indiana come una delle *key motivations* alla base del lancio della Rupia Digitale. Sull’argomento, si faccia riferimento al sito della [Reserve Bank of India](#).

per il sistema dei pagamenti russo, ma anche, e forse soprattutto, come un mezzo attraverso il quale eludere le sanzioni imposte sull'economia nazionale da parte dei Paesi occidentali³².

Un discorso a parte merita infine la Cina, la quale, seppur rimanendo ancora nella fase pilota, ha già distribuito una rilevante quantità di Yuan Digitali, coinvolgendo all'interno del progetto decine di milioni di abitanti. In tal senso, è ragionevole affermare come Pechino, fra le economie avanzate, sia quella che ha compiuto maggiori progressi verso la realizzazione di una Moneta Digitale di Banca Centrale, preparandosi, in un lasso temporale non troppo distante da oggi, a rendere definitivo tale strumento³³. Anche in questo caso, alle ragioni sopra esposte che spingono verso l'adozione di una MDBC, se ne affiancano altre: da un lato, infatti, la Cina mira con lo Yuan Digitale ad insidiare il predominio globale del Dollaro, attraverso la creazione di un sistema di pagamenti alternativo a quello attuale³⁴, dall'altro, invece, il Governo di Pechino può impiegare la Moneta Digitale di Banca Centrale al fine di rendere ancor più pervasivo il proprio controllo sull'economia e, conseguentemente, sulla società³⁵.

Esiste poi un limitato gruppo di Stati dove la MDBC è divenuta pienamente operativa, superando dunque la fase pilota. Fra questi, vi sono nove Paesi Caraibici³⁶, le Bahamas e la Nigeria.

Con riferimento a Nassau, va sottolineato come la Banca Centrale Bahamense sia stata la prima al mondo a riconoscere corso legale alla propria MDBC (il *Sand Dollar*). Tale iniziativa è nata con tre obiettivi primari: favorire l'inclusione finanziaria della popolazione, contrastare la conduzione di attività illecite e ridurre gli elevati costi di gestione del contante dettati dalla frammentazione territoriale che contraddistingue l'arcipelago delle Bahamas³⁷.

Nel caso della Nigeria, invece, il riconoscimento all'eNaira (questo è il nome della MDBC di Lagos) del corso legale pare essere principalmente dettato da due necessità: colmare le carenze del sistema bancario

³² In merito al potenziale utilizzo delle Monete Digitali di Banca Centrale nell'eludere le sanzioni finanziarie determinate dalle economie occidentali, si veda M. DEMERTZIS, *Central Bank digital currencies as weapons of finance?*, in *Bruegel.org*, 14 dicembre 2022.

³³ Nella sua attività di "promozione" dello Yuan Digitale, la Cina ha iniziato a retribuire parte dei propri lavoratori statali in Moneta Digitale di Banca Centrale. Sul punto, si faccia riferimento a M. DEMERTZIS – C. MARTINS, *The value added of central bank digital currencies: a view from the euro area*, in *Bruegel Policy Brief*, n. 13, 2023, p. 9.

³⁴ In merito alle ambizioni cinesi di adottare una MDBC al fine di contrastare il "dominio" globale del Dollaro, si veda L. BENCIVELLI – M. SAVINI ZANGRANDI, *The internationalisation of the Chinese Renmimbi and China's Digital Currency Plans*, in *LAI Papers*, n. 23, 2023 ed E. BARUCCI, *Euro Digitale*, Milano, Egea Editore, 2023, pp. 18-19. Va sottolineato come, in entrambi gli scritti, gli Autori esprimano scetticismo in merito al contributo che uno Yuan Digitale potrebbe fornire alla Cina al fine di affermare la propria valuta sullo scenario mondiale.

³⁵ D'altronde, il rischio che la Moneta Digitale di Banca Centrale possa essere utilizzata, da parte dei Governi, come strumento con cui sorvegliare la vita dei cittadini è uno dei motivi per cui la Camera dei *Lords* inglesi, nel sopramenzionato *report* (*Central Bank*, cit., p. 31), afferma di non vedere la necessità di introdurre una Sterlina Digitale: «*While there are design options that would provide some privacy safeguards, technical specifications alone may be insufficient to counter public concern that a government might use a CBDC as an instrument for state surveillance. The Bank risks being drawn into controversial debates on privacy, which could undermine its reputation for independence from the Government.*».

³⁶ Fra questi, oltre che la Jamaica, vi sono i Paesi aderenti alla Banca Centrale dei Caraibi Orientali (Anguilla, Antigua e Barbuda, Dominica, Grenada, Montserrat, Saint Kitts e Navis, Saint Lucia e Saint Vincent e Grenadine).

³⁷ Sul tema, si veda il sito della [Banca Centrale Bahamense](#).

privato, rimuovendo conseguentemente un elevato numero di persone dalla cd. economia sommersa, e favorire le rimesse di denaro provenienti dall'estero³⁸.

Alla luce di quanto appena scritto, pertanto, sembra logico affermare come la “corsa” globale alla Moneta Digitale di Banca Centrale abbia avuto inizio e che i Paesi da essa esclusi, ad oggi, appartengano ad un gruppo viepiù contenuto: invero, solo dodici Stati risultano ancora “inattivi”³⁹ sul tema⁴⁰, mentre unicamente due, Ecuador e Senegal, hanno avviato lo strumento in oggetto per poi decidere di scartarlo⁴¹.

3. La BCE e l'Euro Digitale

Sin dai primi mesi della presidenza Lagarde, sulla scia di un sempre più diffuso interesse globale verso il tema delle Monete Digitali di Banca Centrale, membri del Comitato Esecutivo della BCE hanno cominciato a menzionare la possibilità di valutare l'emissione di uno strumento di quel genere anche all'interno dell'Eurozona⁴². Nel corso del 2020, la BCE ha quindi dato vita ad una *High-Level Task Force*⁴³ dedicata, in maniera specifica, alla possibile creazione di un Euro Digitale, coinvolgendo al suo interno rappresentanti di Francoforte e delle singole Banche Centrali Nazionali. Nell'ottobre dello stesso anno, la Banca Centrale Europea ha pubblicato un *paper* relativo agli elementi positivi ed alle criticità riconducibili ad una MDBC euro-unitaria; nei 9 mesi successivi alla pubblicazione del sopramenzionato documento, la *High-Level Task Force* ha promosso la conduzione di un *experimentation work* che, strutturato in quattro *work streams*⁴⁴, ha permesso di valutare (seppur a livello preliminare) alcune questioni correlate

³⁸ Si consulti il sito della [Banca Centrale Nigeriana](#).

³⁹ Anche in questo caso, nel classificare le Nazioni mondiali rispetto allo sviluppo delle loro MDBC, abbiamo seguito quanto elaborato dal già menzionato *Think Tank* “Atlantic Council”.

⁴⁰ Questi, principalmente, sono Paesi aventi rilevanti difficoltà socio-economiche (come Libano, Palestina, Venezuela e Corea del Nord), ma anche alcuni Stati abbienti come Islanda e Danimarca. In particolare, è utile rilevare come la Banca Centrale di Copenaghen, in un suo [report](#) del 23 giugno 2022 (p. 28), abbia affermato come, ad oggi, «*and with the associated costs and possible risks, it is not clear how retail CBDCs will create significant added value relative to the existing solutions in Denmark*».

⁴¹ Nel caso ecuadoriano, è ragionevole affermare come il progetto ideato dalla Banca Centrale di Quito sia naufragato a causa della scarsa fiducia della popolazione verso l'istituto di emissione (tuttora, in Ecuador, la valuta a corso legale è il Dollaro americano). Rispetto a Dakar, il progetto sperimentale di MDBC è stato fin dal principio mal congegnato, risultando carente anche a livello di conformità rispetto alla normativa sui pagamenti elettronici. Si veda il sito dell'[Atlantic Council Organization](#). [Va detto che il Central Bank Digital Currency tracker inserisce, fra le Nazioni che hanno “scartato” la possibilità di emettere una MDBC, anche il Kenya, la Danimarca, Haiti e le Filippine, non considerando invece il Senegal; sul tema, si veda il sito del Central Bank Digital Currency tracker.](#)

⁴² La stessa Christine Lagarde, per esempio, in una sua intervista di inizio 2020 (P.H. DE MENTHON – S. SYFUSS-ARNAUD, *Interview with Christine Lagarde, President of the European Central Bank*, in *Challenges Magazine*, 8 gennaio 2020) citò la Moneta Digitale di Banca Centrale come uno dei temi su cui la BCE avrebbe dovuto porre l'attenzione negli anni a venire, considerando il sempre minor utilizzo del denaro contante.

⁴³ In tal senso, si consulti il sito della [Banca Centrale Europea](#). L'istituzione della *Taskforce* è stata annunciata da parte di Yves Mersch, all'epoca membro del Comitato Esecutivo della BCE, in una sua dichiarazione dell'11 maggio 2020 (“[An ECB digital currency – a flight of fancy?](#)”). A capo di questo gruppo di lavoro è stato posto il già citato Fabio Panetta.

⁴⁴ I *work streams* erano i seguenti: I) “*Scale the existing*”, mirato principalmente a valutare l'utilità di alcuni strumenti già esistenti (come il sistema TIPS) per la creazione dell'Euro Digitale; II) “*Combined feasibility*”, indirizzato a studiare l'eventuale combinazione di un *centralised ledger* con una (o più) piattaforme decentralizzate basate su DLT; III) “*A new*



ad una possibile Moneta Digitale di Banca Centrale emessa da Francoforte.

Il 14 luglio 2021, la BCE ha deciso di entrare nella fase di indagine (*investigation phase*) — della durata di 24 mesi — prevedendo la conduzione di attività di ricerca necessarie a determinare finalità e *design* di un eventuale Euro Digitale. In quella circostanza, è stata inoltre prevista la costituzione di un *Digital Euro Market Advisory Group*⁴⁵ (creato poi nell’ottobre del 2021) indirizzato al coinvolgimento, nell’*investigation phase*, di rappresentanti del mercato con un’approfondita conoscenza del settore dei pagamenti; allo stesso modo, è stato stabilito che lo *Euro Retail Payments Board* venga periodicamente consultato ed informato sul tema.

Nel settembre del 2022, la Banca Centrale Europea ha dunque pubblicato il suo primo *progress report*⁴⁶ in merito all’Euro Digitale, per poi diffondere, nel dicembre dello stesso anno, un secondo *progress report*⁴⁷. Successivamente a quest’ultimo documento, la *High-Level Task Force* ha creato il *Rulebook Development Group*⁴⁸, un gruppo (composto sia da rappresentanti della sfera pubblica che di quella privata) avente lo scopo di redigere, sulla base delle indicazioni del Consiglio Direttivo della BCE, un insieme di regole e parametri destinati a “disciplinare” la distribuzione dell’Euro Digitale agli intermediari⁴⁹. Il 24 aprile del 2023 è stato pubblicato il terzo *progress report*⁵⁰ relativo ad una MDBC euro-unitaria, mentre il 13 luglio — successivamente quindi alla presentazione della proposta di Regolamento della Commissione Europea — è stato “dato alle stampe” il quarto *progress report*⁵¹.

La Banca Centrale Europea deciderà nell’autunno 2023 se passare o meno alla fase pilota del progetto.

4. I primi tre *progress reports* della Banca Centrale Europea

I primi tre *progress reports* della BCE hanno fornito utili indicazioni in merito al *design* che potrebbe contraddistinguere una MDBC emessa da Francoforte; al contempo, è logico affermare, questi documenti hanno delineato il perimetro entro cui il Berlaymont ha successivamente costruito la propria proposta di Regolamento. A partire dalla pubblicazione del settembre 2022, la Banca Centrale Europea ha incrementato il proprio livello di approfondimento sul tema, traducendo in modo sempre più concreto

solution”; finalizzato a ponderare la creazione di una *blockchain* come base dell’Euro Digitale; IV) “*Bearer instrument*”; incentrato sull’esecuzione di pagamenti *offline*.

⁴⁵ Rinviamo al sito della [Banca Centrale Europea](#).

⁴⁶ Il *report*, pubblicato il 29 settembre 2022, [può essere letto sul sito istituzionale della BCE](#).

⁴⁷ Anche questo documento è pubblicato, dal [21 dicembre 2022, sul sito istituzionale dell’Ente](#).

⁴⁸ Il 3 gennaio 2023 la BCE ha pubblicato il bando per la selezione dei membri del Gruppo. Il 15 febbraio sono stati annunciati i nomi delle [22 persone selezionate](#).

⁴⁹ «*The Group was established by the Eurosystem’s High-Level Task Force on Central Bank Digital Currency to assist with the drafting of a preliminary rulebook for a potential digital euro scheme by investigating rules, practices and standards that could support the distribution and operation of a digital euro*»; si faccia riferimento al sito della [BCE](#).

⁵⁰ Anche in questo caso, si veda il sito della [Banca Centrale Europea](#).

⁵¹ Si faccia riferimento al [sito istituzionale di Francoforte](#).

quello che inizialmente veniva prospettato in maniera astratta.

Di seguito riportiamo i principali elementi evidenziati in questi *reports*:

- l'Euro Digitale, qualora dovesse divenire operativo, non andrebbe a sostituire il denaro contante, bensì lo affiancherebbe. Invero, è sempre stata premura della *High-Level Task Force* quella di sottolineare la complementarità fra i due strumenti di pagamento appena menzionati, alla luce dell'ancora elevato, seppur calante, utilizzo di monete e banconote cartacee⁵²;
- in base a quanto sostenuto dalla BCE in merito alla possibilità di effettuare pagamenti in Euro Digitale⁵³, la MDBC dell'Eurozona dovrebbe avere corso legale;
- la Banca Centrale Europea ha aperto alla possibilità per i cittadini di effettuare *conditional payments*⁵⁴ attraverso la "sua" MDBC ma, parimenti, ha escluso che la Moneta Digitale possa essere impiegata come forma di denaro "a tempo" utilizzata per condizionare l'andamento dell'economia o come strumento con cui poter acquistare solo certe categorie di beni/servizi (l'Euro Digitale non potrebbe quindi essere una moneta programmabile)⁵⁵;
- la BCE ha affermato di non aver interesse ad utilizzare in alcuna maniera i dati personali di coloro i quali deterrebbero Euro Digitale⁵⁶. In quest'ottica, per quanto sia da escludere un assoluto anonimato relativo ai *wallets* ed alle transazioni effettuate, — invero, tale garanzia porterebbe al (paradossale) risultato di una MDBC che diviene il mezzo più "adatto" per movimentare somme riconducibili ad attività illecite — Francoforte mira a minimizzare l'insieme delle informazioni raccolte attraverso l'Euro Digitale, in linea con il principio di minimizzazione enucleato dall'articolo 5 del GDPR (Regolamento (UE) 2016/679);
- la Banca Centrale, anche per la ragione appena esposta, ha espresso la sua preferenza per un modello di distribuzione dell'Euro Digitale in cui sarebbero degli operatori economici terzi ad interfacciarsi con la clientela, mentre l'istituto di "emissione" si limiterebbe a governare l'infrastruttura alla base dello

⁵² Ciò è stato affermato sin dal primo [progress report](#) (p. 2): «*A digital euro would be an electronic means of payment for retail payments, issued by the central bank and accessible to everyone in the euro area. It would not replace cash but complement it by allowing central bank money (public money) to also be used in digital form*».

⁵³ Nel secondo [progress report](#) della BCE (p. 2) si afferma che «*Paying in digital euro should always be an option, irrespective of the entity with which end users open digital euro accounts or wallets and of their country of origin*».

⁵⁴ Per *conditional payments* si intendono pagamenti che avvengono solo al rispetto di predeterminate condizioni. Nel suo terzo [progress report](#) (p. 11), la BCE ha riportato i seguenti esempi: «*Examples could include a recurring payment from payer to payee on a specific day of the month selected by the payer, or an authorisation to pay, for example, €100 to a payee on the first day of each month. Another example would be pay-per-use services whereby a payment for goods and/or services is triggered within pre-defined limits set by the payer*».

⁵⁵ È interessante notare come in Cina, al contrario, il Digital Yuan sia già stato utilizzato come forma di moneta programmabile, vincolando l'utilizzo di *stocks* di MDBC ad un determinato lasso temporale. Sul caso cinese, e più in generale sulla programmabilità del denaro, si faccia riferimento a B. BOSSONE – A. FARAGALLAH, *Le molte virtù di una moneta a scadenza*, in *LaVoce.info*, 21 novembre 2022 e A. LEE, *What is programmable money?*, in *FED notes*, 23 giugno 2021.

⁵⁶ Questo è stato sostenuto dalla BCE nel primo [progress report](#) (p. 8): «*The Eurosystem has no interest in exploiting individual payment data for any purpose*».

strumento *de quo*⁵⁷. La gestione dei conti in MDBC non spetterebbe infatti all'istituto di emissione, bensì agli intermediari finanziari (come definiti dalla Direttiva PSD2)⁵⁸, i quali dovrebbero effettuare le attività di *onboarding* della clientela e, allo stesso tempo, espletare i controlli necessari ai fini della normativa antiriciclaggio⁵⁹. Nello “scenario base” della BCE, questi soggetti, come per i conti correnti bancari, dovrebbero condividere con le pubbliche autorità informazioni relative ai detentori di Moneta Digitale solo in circostanze riconducibili a determinate fattispecie di reato. Inoltre, gli intermediari finanziari potrebbero integrare le funzionalità relative alla Moneta Digitale all'interno delle proprie infrastrutture informatiche, mentre, parallelamente, la BCE svilupperebbe un'applicazione che i cittadini potrebbero installare sui propri dispositivi personali⁶⁰;

- è stata prospettata la creazione di un *Digitale Euro Scheme* indirizzato a stabilire regole e procedure per gli intermediari che vorranno essere coinvolti nella distribuzione dell'Euro Digitale. In tal senso, questi soggetti dovrebbero garantire un insieme di funzioni *standard* mentre la creazione di altri servizi sarebbe a loro discrezione;

- per evitare effetti negativi sulla stabilità finanziaria, sarebbero previsti dei limiti di detenzione sui *wallets* in Euro Digitale, così come potrebbe essere contemplato un numero massimo di depositi che una persona potrebbe aprire⁶¹. Tuttavia, ad oggi, questi massimali devono ancora essere quantificati, eccezion fatta per commercianti e Governi (si veda sotto);

- i depositi in Euro Digitale avrebbero la possibilità di essere collegati ai conti correnti bancari, garantendo lo scambio, in modo immediato, di MDBC con la liquidità detenuta presso gli istituti di credito privati. Al contempo, alla luce dei limiti di detenzione sopra riportati, sarebbero previste funzioni di *waterfall* e *reverse-waterfall* che porterebbero ad un “aggiustamento” simil-automatico delle risorse economiche detenute sui *wallets*: in tal maniera, si potrebbero effettuare pagamenti in Euro Digitale pur non avendo sufficiente liquidità sul proprio deposito in MDBC (purché vi sia disponibilità sul conto bancario correlato) così come si potrebbero ricevere fondi in Moneta Digitale anche in situazioni in cui si “sforerebbe” il massimale stabilito dalla BCE⁶²;

- si potrebbero effettuare transazioni *offline*. Tali pagamenti dovrebbero avvenire in prossimità fisica, godrebbero di un livello di *privacy* elevato e, anche per questo, non potrebbero che riguardare importi

⁵⁷ Tale preferenza è stata confermata nel terzo [progress report](#) (p. 2): «PSPs, as defined in the Payment Services Directive (PSD2), would be responsible for the distribution of the digital euro. Therefore, scheme access criteria for PSPs distributing the digital euro would be based on the PSD2, in addition to other relevant legislation».

⁵⁸ Direttiva (UE) 2015/2366.

⁵⁹ Si tratta dei controlli, cosiddetti, *Know Your Customer*. Fra questi, rientrano, per esempio, i controlli di adeguata verifica della clientela che attualmente svolgono gli intermediari finanziari.

⁶⁰ Seguendo quanto scritto nel terzo [progress report](#) (p. 2), qualora si installasse l'*app* fornita dall'Eurosistema, l'attività di *onboarding* dovrebbe comunque essere effettuata da parte di un intermediario finanziario.

⁶¹ Ciò è stato chiarito con la pubblicazione del terzo [progress report](#) (p. 1).

⁶² Questo meccanismo a “cascata” è stato descritto nel secondo [progress report](#) della BCE (p. 8).

contenuti. Per effettuare queste transazioni, la BCE ha prospettato l'impiego della tecnologia *Near-Field Communication* (NFI), già ampiamente utilizzata dai cittadini euro-unitari con i propri *smartphones*⁶³.

Tuttavia, le attività di *funding* e *defunding* dovrebbero comunque avvenire *online*;

- la BCE ha stabilito come, almeno nella prima fase, i limiti di detenzione di Euro Digitale per commercianti e Governi sarebbe pari a zero; in tal senso, questi soggetti potrebbero utilizzare la MDBC attraverso i già citati meccanismi di *waterfall* e *reverse waterfall* ma non avrebbero la possibilità di detenere liquidità sui loro *wallets*. Sempre nel periodo iniziale, il lancio della Moneta Digitale dell'Eurozona sarebbe principalmente indirizzato ai residenti nell'area UE; pertanto, i non residenti potrebbero aprire un deposito in Euro Digitale solo se in possesso di un conto presso un intermediario finanziario stabilito nell'Unione Europea (conto che sarebbe quindi collegato al nuovo *wallet*)⁶⁴;

- resta invece ancora da decidere se impiegare una *Distributed Ledger Technology*, una tecnologia "tradizionale" od un sistema ibrido che vada a combinare i due modelli appena menzionati.

5. La controversa questione della base giuridica

Nel primo *paper* pubblicato dalla Banca Centrale Europea in merito all'Euro Digitale, l'istituto di emissione ha approfondito anche il tema della base giuridica che dovrebbe sostenere il progetto di una MDBC dell'Eurozona⁶⁵. Va detto come, fin dal principio, la possibilità di riformare i Trattati per normare la Moneta Digitale (a livello teorico, l'opzione migliore) non è stata presa in considerazione, alla luce, probabilmente, della complessità connaturata ad ogni revisione del diritto primario euro-unitario. In tal senso, Francoforte ha indicato due possibili strade: l'articolo 127, par. 2, del TFUE (I) — nel quale vengono elencati gli obiettivi principali del Sistema Europeo delle Banche Centrali⁶⁶ — o, in alternativa, l'articolo 128, par. 1, del medesimo Trattato (II) — con cui, oltre che stabilire il diritto esclusivo per l'istituto di Francoforte di autorizzare l'emissione di banconote in euro all'interno dell'UE, si afferma che le uniche banconote aventi corso legale nell'Unione sono quelle emesse dalla BCE e dalle Banche Centrali nazionali⁶⁷.

Seguendo la prima via (I), la BCE si troverebbe di fronte ad un trivio.

Invero, qualora la Banca Centrale creasse una MDBC unicamente indirizzata alla gestione della politica

⁶³ Questa previsione è stata specificata nel terzo [progress report](#) (p. 8).

⁶⁴ Questi elementi sono stati esplicitati all'interno del terzo [progress report](#).

⁶⁵ Si veda il [Report on a digital euro](#) (2020), pp. 24-25.

⁶⁶ «I compiti fondamentali da assolvere tramite il SEBC sono i seguenti: - definire e attuare la politica monetaria dell'Unione, - svolgere le operazioni sui cambi in linea con le disposizioni dell'articolo 219, - detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri, - promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento».

⁶⁷ «La Banca centrale europea ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote in euro all'interno dell'Unione. La Banca centrale europea e le banche centrali nazionali possono emettere banconote. Le banconote emesse dalla Banca centrale europea e dalle banche centrali nazionali costituiscono le uniche banconote aventi corso legale nell'Unione».

monetaria e solamente accessibile alle controparti delle Banche Centrali Nazionali (ipotesi fin da subito apparsa difficile), l'articolo 127, par. 2, TFUE potrebbe essere impiegato in combinazione con l'articolo 20 del Protocollo sullo Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), norma con cui si afferma che il Consiglio Direttivo può «decidere, a maggioranza di due terzi dei votanti, sull'utilizzo di altri metodi operativi di controllo monetario che esso ritenga appropriato»⁶⁸.

Parimenti, nel caso in cui Francoforte volesse rendere disponibile l'Euro Digitale anche ai privati, *lato sensu*, ecco che l'articolo del TFUE appena menzionato potrebbe essere invocato insieme all'articolo 17 dello Statuto SEBC, nel quale si stabilisce che «la BCE e le Banche Centrali nazionali possono aprire conti intestati a enti creditizi, organismi pubblici e altri operatori del mercato e accettare come garanzia attività, ivi compresi i titoli scritturali»⁶⁹.

Infine, sempre considerando come base legale l'articolo 127, par. 2, del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, se si volesse riservare la MDBC dell'Eurozona ad alcuni specifici soggetti per determinate categorie di pagamenti, vi potrebbe essere un richiamo congiunto all'articolo 22 dello Statuto, con cui si statuisce la possibilità per la BCE di accordare facilitazioni e stabilire regolamenti, «al fine di assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti e affidabili all'interno della Comunità e nei rapporti con i paesi terzi»⁷⁰.

Seguendo la seconda via (II), invece, l'Euro Digitale verrebbe di fatto comparato alle banconote e, in combinato disposto con l'articolo 128, par. 1, del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, si potrebbe richiamare l'articolo 16 dello Statuto SEBC – disposizione che, sostanzialmente, riecheggia quanto previsto nell'appena menzionato articolo del TFUE⁷¹. La Banca Centrale Europea ha sottolineato come quest'ultima ipotesi potrebbe essere la più adatta qualora si volesse riconoscere alla MDBC dell'Eurozona corso legale, elemento che, come affermato poco sopra⁷², risulterebbe fondamentale ai fini del “successo” dello strumento *de quo*.

⁶⁸ «Il Consiglio direttivo può decidere, a maggioranza di due terzi dei votanti, sull'utilizzo di altri metodi operativi di controllo monetario che esso ritenga appropriato, nel rispetto di quanto disposto dall'articolo 2. Se tali strumenti impongono obblighi a terzi il Consiglio ne definisce la portata secondo la procedura prevista all'articolo 42».

⁶⁹ «Al fine di svolgere le loro operazioni, la BCE e le banche centrali nazionali possono aprire conti intestati a enti creditizi, organismi pubblici e altri operatori del mercato e accettare come garanzia attività, ivi compresi i titoli scritturali». In quest'ottica, nell'aprire conti a cittadini ed imprese, si potrebbero identificare questi soggetti come “altri operatori del mercato”. Va detto che la BCE, nel suo primo [paper](#) sul tema, ha sottolineato come, qualora si optasse per questa base giuridica, sarebbe probabilmente necessario “coinvolgere” anche altre norme.

⁷⁰ «La BCE e le banche centrali nazionali possono accordare facilitazioni, e la BCE può stabilire regolamenti, al fine di assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti e affidabili all'interno della Comunità e nei rapporti con i paesi terzi».

⁷¹ «Conformemente all'articolo 106, paragrafo 1, del trattato, il consiglio direttivo ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote all'interno della Comunità. La BCE e le banche centrali nazionali possono emettere banconote. Le banconote emesse dalla BCE e dalle banche centrali nazionali costituiscono le uniche banconote aventi corso legale nella Comunità. La BCE rispetta per quanto possibile la prassi esistente in materia di emissione e di progettazione di banconote».

⁷² Cfr. *supra*, par. 2.

Secondo il punto di vista di chi scrive, anche la possibilità di invocare congiuntamente gli articoli 127 e 128 TFUE, unitamente agli articoli 16 e 17 dello Statuto SEBC, non andrebbe scartata *a priori*. Invero, in tale circostanza, l'esistenza di più obiettivi perseguibili da parte della BCE — conduzione della politica monetaria ed “aggiornamento” delle banconote emesse dall'Eurosistema — pare sussistere in modo evidente e, allo stesso modo, ci sembra ragionevole affermare che nessuna di queste due finalità risulta accessoria all'altra; inoltre, va sottolineato come non vi sarebbe l'assoluta necessità di ricercare un “centro di gravità”⁷³, in quanto le norme considerate non porterebbero ad *iter* procedurali tra loro incompatibili.

5.1. La Moneta Digitale come evoluzione delle banconote “tradizionali”

Optando come base giuridica per l'articolo 128 TFUE, l'Euro Digitale verrebbe assimilato a tutti gli effetti alle banconote cartacee ed alle monete attualmente in circolazione. In dottrina, tale parallelo è stato considerato come conforme allo “spirito” dei Trattati, alla luce dell'assenza di alcuna norma di diritto primario che prescriva la materialità delle banconote e per via del fatto che, dato il calante utilizzo del contante, tale innovazione risulterebbe necessaria al fine di preservare la funzione svolta da Francoforte⁷⁴. Tuttavia, alcuni studiosi hanno sostenuto che questa comparazione potrebbe comportare determinate limitazioni al possibile *design* della MDBC euro-unitaria. Invero, è stato affermato che l'Euro Digitale, qualora fosse formalmente considerato come un'evoluzione del denaro “tradizionale”, dovrebbe replicarne le caratteristiche essenziali⁷⁵, per cui, ad esempio, emergerebbero criticità in merito all'eventuale previsione di introdurre tassi di interessi sui depositi in MDBC. Tale posizione muove principalmente da due argomentazioni riconducibili a ricostruzioni logiche fra loro diverse:

- nella stesura degli articoli dei Trattati in questione, il legislatore aveva in mente una banconota che, dematerializzata o meno, aveva alcune precise caratteristiche, fra cui l'assenza di tassi di interesse applicati su di essa. Al contempo, banconote e monete non sarebbero state viste come un mezzo attraverso cui

⁷³ La giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea non esclude infatti la possibilità di invocare più di una base giuridica a sostegno di un atto. Invero, nella sentenza *Parlamento Europeo contro Consiglio dell'Unione Europea* (Causa C-130/10), i giudici del Lussemburgo hanno previsto che una norma «che persegue contemporaneamente più scopi tra loro indissociabili, senza che l'uno sia accessorio all'altro» possa «essere basata sui diversi fondamenti normativi corrispondenti, purché non siano incompatibili» (§36). L'identificazione di un “centro di gravità” ha dunque luogo quando uno degli scopi perseguiti è “accessorio” all'altro; in particolare, tale azione risulta necessaria quando il richiamo a diverse norme porterebbe a procedure tra loro incompatibili, come sancito nella sentenza *Biossido di Titanio* (Causa C-300/89). In questo senso, per esempio, v. G. TESAURO, *Diritto dell'Unione Europea*, CEDAM, Padova, 2012, pp. 152-155 e G. GAJA, *Introduzione al Diritto dell'Unione Europea*, Laterza, Bari, 2020, pp. 135-136.

⁷⁴ Questa visione è sostenuta da S. GRÜNEWALD – C. ZELLWEGGER-GUTKNECHT – B. GEVA, *Digital Euro and ECB Powers*, in *Common Market Law Review*, vol. 58, n. 4, 2021, pp. 1029-1056; P. M. LUPINU, *Digital Euro: opportunity or legal challenge?*, in *Rivista Iustus*, n. 22, 2020, pp. 37-62 e M. WARREN, *Let the Digital Euro Circulate: Introducing a retail C.B.D.C. in the Eurozone With Unlimited Holding Limits by Users*, in *University of Bologna Law Review*, vol. 8, n. 1, 2023.

⁷⁵ Questo parere è espresso da S. GRÜNEWALD – C. ZELLWEGGER-GUTKNECHT – B. GEVA, *Digital*, cit., pp. 7-12 e da P. WIERTS – H. BOVEN, *Central Bank Digital Currency. Objectives, preconditions and design choices*, in *De Nederlandsche Bank Occasional Papers*, vol. 20-01, 2020, p. 28.

condurre la politica monetaria, bensì come una “precondizione” senza cui la Banca Centrale non avrebbe potuto operare. A dimostrazione di ciò, vi sarebbe anche il diverso collocamento, nei Trattati e nello Statuto SEBC, delle norme che riguardano la politica monetaria e di quelle afferenti alla moneta⁷⁶;

- l’articolo 16 dello Statuto SEBC, al secondo paragrafo, stabilisce che «La BCE rispetta per quanto possibile la prassi esistente in materia di emissione e di progettazione di banconote». Pertanto, sarebbe non conforme alle norme un Euro Digitale che si discostasse eccessivamente dalle banconote “tradizionali”, alla luce del riferimento all’appena menzionata “prassi esistente”⁷⁷.

A fronte di queste considerazioni, a nostro avviso si possono sollevare tre obiezioni, due attinenti alle diverse ipotesi alla base di questa visione ed una, invece, riguardante le caratteristiche del denaro contante “tradizionale”.

Innanzitutto, a confutazione del primo argomento, va evidenziato come chi sostiene questa opinione paia basarsi su di un’interpretazione del diritto affine all’originalismo, una teoria che, in dottrina, non gode di univoca approvazione⁷⁸. Invero, leggendo gli articoli dei Trattati sulla base di una ricostruzione del pensiero di chi li ha scritti, si accoglie un approccio alle norme che pone in secondo piano l’evoluzione del diritto vivente, tracciando confini netti che cristallizzano il contenuto degli articoli ad un preciso periodo storico. Inoltre, a fronte di una tecnologia che non esisteva ai tempi di Maastricht, risulta complicato – e probabilmente inappropriato – estendere la ricostruzione testé citata all’Euro Digitale ed alla possibilità che questo strumento possa essere utilizzato simultaneamente sia come banconota che come mezzo per la conduzione della politica monetaria: il fatto che, a fronte di un contesto così diverso, chi ha stilato il diritto euro-unitario avrebbe ancora la stessa (supposta) visione non è scontato, tutt’altro. Ciò detto, va comunque riconosciuto come la Corte di Giustizia dell’Unione Europea, in sentenze relative

⁷⁶ Questo è il punto di vista espresso da S. GRÜNEWALD – C. ZELLWEGGER-GUTKNECHT – B. GEVA, *Digital*, cit., pp. 7-12. Tali Autori, nel loro scritto, effettuano un’approfondita ricostruzione in merito alla logica con cui i fondatori dell’Eurozona redigettero il Protocollo SEBC ed il Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea, sottolineando come in ambedue i testi il tema relativo alle banconote sia tenuto separato da quello afferente alla conduzione della politica monetaria. In particolare, questi studiosi pongono in rilievo come, nell’originale stesura del Trattato di Maastricht, l’emissione di banconote rientrasse fra le funzioni di base del Sistema Europeo delle Banche Centrali ma poi tale previsione venne rimossa, facendo emergere la (supposta) idea di fondo secondo cui le banconote sarebbero da intendere come “*precondition*” (p. 9) per lo svolgimento dei compiti affidati a Francoforte e non come una funzione da parificare a quelle previste dall’articolo 127, par. 2, TFUE e dall’articolo 3, par. 1, dello Statuto SEBC. Questi studiosi, inoltre, affermano come, vista la portata di questa “innovazione”, non sarebbe probabilmente sufficiente una modifica dei Trattati semplificata, come previsto dall’articolo 48, par. 6, TUE, per poter eventualmente corrispondere degli interessi sui depositi in MDBC (p. 25).

⁷⁷ La visione in oggetto è elaborata da P. WIERTS – H. BOVEN, *Central Bank*, cit., p. 28.

⁷⁸ È ragionevole affermare come il tema qui menzionato sia fra quelli più ampiamente (e da più tempo) dibattuti dalla dottrina giuridica su ambedue le sponde dell’Oceano Atlantico. Pertanto, *ex plurimis*, si vedano A. SCALIA, *Originalism: the lesser evil*, in *University of Cincinnati Law Review*, vol. 57, n. 3, 1989, pp. 849-866 e S. BARTOLE, *Living Constitution v Costituzione vivente. Una rassegna tra dottrina americana e dottrina italiana*, in *Diritto Pubblico*, fascicolo 1, 2023, pp. 3-38. Sul tema, si segnalano inoltre i contributi raccolti dall’Associazione Italiana dei Costituzionalisti all’interno dell’approfondimento “Originalismo e Costituzione” sul proprio sito istituzionale.

alla politica monetaria, abbia richiamato la logica alla base di alcune disposizioni dei Trattati al fine di suffragare determinati ragionamenti da questa formulati. Nella vicenda OMT (Causa C-62/14, *Gauweiler et alii*), per esempio, i giudici del Lussemburgo, parlando del divieto di finanziamento monetario stabilito dall'articolo 123 TFUE, hanno sottolineato il fine perseguito da chi ha stilato quella norma: evitare, cioè, che gli Stati membri conducessero politiche fiscali insostenibili e che l'azzardo morale potesse diffondersi nell'Eurozona⁷⁹. Tuttavia, secondo lo scrivente, risulta inappropriato comparare tale approccio con quello descritto dagli Autori che sostengono quanto sopra riportato. Invero, nel caso delle OMT, rispetto al divieto di finanziamento monetario, la CGUE si è pronunciata su una situazione che gli "architetti" dell'Unione Monetaria avevano chiaramente preso in considerazione; qui, invece, parlando di Euro Digitale (una forma di denaro all'epoca non prevedibile) e di banconote come "precondizione" della politica monetaria, la ricostruzione storica diviene decisamente più opinabile, con un'analisi che è inevitabilmente connotata da un significativo livello di discrezionalità⁸⁰.

Con riferimento invece alla seconda argomentazione, quella cioè riguardante il secondo paragrafo dell'articolo 16 dello Statuto SEBC, va detto che, secondo lo scrivente, la formulazione scelta risulta tutt'altro che priva di ambiguità. Invero, sia l'espressione "per quanto possibile" che "prassi esistente" pongono rilevanti dubbi in merito al significato che si potrebbe/dovrebbe conferire alla norma *de qua*, aprendo conseguentemente un importante margine di discrezionalità per la deliberazione della BCE. Considerando l'ultima delle due locuzioni, cioè "prassi esistente", si potrebbe infatti considerarla estesa (o, quanto meno, estensibile) anche alle MDBC attualmente emesse o progettate da altri Stati che, come nel caso dell'Eurozona, stanno valutando la possibilità di introdurre o meno tassi di interesse sui depositi in Moneta Digitale. In merito alla prima delle due espressioni, invece, va rimarcato come il rispetto della locuzione "per quanto possibile" non può prescindere dalla necessità di preservare il ruolo della Banca Centrale; un elemento che, come si vedrà più avanti, rappresenta — almeno secondo lo scrivente — una rilevante tutela per la sovranità statale: ecco quindi che l'emissione di Moneta Digitale, e la possibilità di corrispondere un tasso di interesse sui depositi in MDBC, diverrebbe una strada pressoché "obbligata" al fine, da un lato, di rendere questa nuova forma di denaro competitiva con emergenti monete private e con sistemi di pagamento riconducibili a Paesi esteri⁸¹ e, dall'altro, con lo scopo di perseguire

⁷⁹ Causa C-62/14, *Gauweiler et alii* (§100).

⁸⁰ In merito alla sentenza *Gauweiler*, tra i molti contributi pubblicati, si rinvia a F. FABBRINI, *After the OMT Case: the supremacy of EU Law as the Guarantee of the Equality of the Member States*, in *German Law Journal*, vol. 16, n. 4, 2015, pp. 1003-1023; P. FARAGUNA, *Il caso Gauweiler/OMT torna dalla Corte di Giustizia al BVerfG: ricorsi infondati (ma non troppo)*, in *Quaderni Costituzionali*, n. 3, 2016, pp. 593-596 e S. SIMON, *Direct Cooperation Has Begun: Some Remarks on the Judgment of the ECJ on the OMT Decision of the ECB in Response to the German Federal Constitutional Court's First Request for a Preliminary Ruling*, in *German Law Journal*, vol. 16, n. 4, pp. 1025-1048.

⁸¹ Questo tema, come anticipato, sarà oggetto di maggiore approfondimento nel paragrafo conclusivo.

efficacemente il primario obiettivo rappresentato dalla stabilità dei prezzi⁸².

Trattando infine dell'obiezione riguardante il denaro "tradizionale", merita d'essere riportata un'osservazione inerente proprio all'appena menzionato tema dei tassi di interessi sui depositi in Moneta Digitale. Invero, seguendo quanto affermato dagli studiosi cui si è fatto più volte riferimento⁸³, non prevedendo il denaro contante un rendimento a credito/debito, l'Euro Digitale dovrebbe operare nella stessa maniera, non corrispondendo alcuna remunerazione ai detentori. L'interpretazione *de qua* sembra però trascurare l'esistenza di un tasso di interesse che, da sempre, viene applicato in modo continuo al denaro *fiat*: l'inflazione. Questo rendimento, per quanto implicito, è connaturato a monete e banconote, incidendo sul potere di acquisto del denaro e viziando sovente il corretto funzionamento del mercato. In quest'ottica, un potenziale tasso di interesse sui depositi in Euro Digitale non sarebbe quindi una nuova caratteristica per il denaro contante, rappresentando invece un fattore a favore di quel concetto di riserva di valore che sta alla base della definizione di moneta. Il rendimento corrisposto sui depositi in Euro Digitale potrebbe quindi essere "agganciato" proprio al tasso di inflazione, in modo da compensare, almeno parzialmente, il suo andamento e favorire il perseguimento della stabilità dei prezzi. Secondo lo scrivente, il valore preso come parametro dovrebbe essere quello della media dell'Eurozona, evitando quindi di corrispondere interessi diversificati tra i vari Paesi; tale configurazione, d'altronde, rispecchierebbe quanto accade oggidi con la politica monetaria della BCE, la quale, per quanto rivolta a Stati con andamenti economici differenti fra loro, è omogenea per tutta l'Area Euro.

Verrebbe dunque da dire che un rendimento sui depositi in MDBC sarebbe un correttivo all'imperfezione delle attuali banconote, uno strumento attraverso cui bilanciare quella "tassa occulta" conosciuta con il nome di inflazione: risulta difficile pensare che chi ha redatto i Trattati, conoscendo questi elementi, si sarebbe opposto a tale configurazione, considerando anche il valore attribuito alla stabilità dei prezzi nel sistema economico delineato dalle norme euro-unitarie⁸⁴.

⁸² Chi sostiene la prima delle due tesi esposte (S. GRÜNEWALD – C. ZELLWEGGER-GUTKNECHT – B. GEVA, *Digital*, cit., p. 8) reputa invece che il secondo paragrafo dell'articolo 16 dello Statuto SEBC non ponga particolari vincoli alla BCE per una ragione diversa da quella da noi riportata. Invero, mantenendo un approccio "storico" alla materia, gli Autori in oggetto affermano come, considerando la genesi di questa norma, emerga il reale obiettivo perseguito da chi ha scritto questo articolo. In tal senso, si sostiene come il riferimento alla "prassi esistente" rappresentasse una forma di garanzia per il Regno Unito nel caso in cui questa Nazione avesse deciso di adottare la moneta unica; con il secondo paragrafo dell'articolo 16, infatti, Londra avrebbe avuto la possibilità di mantenere, in alcune zone del Paese, il ritratto della Regina Elisabetta II sulle sue banconote. Gli Autori in oggetto, pertanto, concludono affermando che, con la Brexit, tale norma abbia perso sostanzialmente valenza. Rispetto alla "storia" di questa norma, si veda C.C.A. VAN DEN BERG, *The making of the Statute of the European System of Central Banks. An application of checks and balances*, Rozenberg Publisher, Amsterdam, 2005, pp. 326-341.

⁸³ Il riferimento è sempre a S. GRÜNEWALD – C. ZELLWEGGER-GUTKNECHT – B. GEVA, *Digital*, cit., ed a P. WIERTS – H. BOVEN, *Central Bank*, cit.

⁸⁴ Il nostro parere su questo punto è condiviso anche da A. MOOIJ, *Digital euro's legal framework. The legal framework concerning legal tender, privacy and inclusion*, in *European Parliament Papers*, 2023, pp. 12-14. Ci teniamo a sottolineare come il richiamo alla visione del legislatore dell'epoca voglia essere una "provocazione" indirizzata a chi, adottando un approccio

5.2. L'articolo 133 TFUE ed il ruolo del legislatore euro-unitario

Sin dal *paper* dell'ottobre 2020, la BCE ha trattato dell'opportunità di coinvolgere in questo processo decisionale anche altre istituzioni, al fine di creare una precisa cornice normativa entro cui l'istituto potrebbe emettere la sua MDBC. In quest'ottica, Francoforte ha richiamato l'articolo 133 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, il quale prevede il coinvolgimento di Parlamento Europeo e Consiglio, attraverso procedura legislativa ordinaria, nello stabilire «le misure necessarie per l'utilizzo dell'euro come moneta unica». Tale norma, che dev'essere necessariamente coniugata con l'indipendenza di cui gode la BCE alla luce di quanto previsto dall'articolo 130 TFUE, richiede quindi al legislatore euro-unitario di attivarsi sul tema in oggetto, con lo scopo, da un lato, di fornire una “legittimazione politica” all'operato di Francoforte e, dall'altro, con l'obiettivo di regolare alcuni elementi che la Banca Centrale, da sola, non potrebbe definire. Vista la natura ibrida della MDBC (potenzialmente, sia strumento di politica monetaria che mezzo di pagamento e riserva di valore), non è immediata la comprensione di quali siano i confini entro cui il legislatore dovrebbe operare al fine di non ledere l'autonomia riconosciuta a Francoforte. Secondo il punto di vista dello scrivente, tuttavia, alla luce della portata degli effetti che l'Euro Digitale potrebbe sortire su di una molteplicità di tematiche, è opportuno che Consiglio ed Parlamento si esprimano in merito ad una vasta gamma di punti riguardanti, soprattutto, il rapporto fra entità statale e mercato⁸⁵. A tal riguardo, pertanto, con la fissazione di alcuni elementi da parte del legislatore, la Banca Centrale potrebbe agire avendo alle spalle un'indicazione politica che ne legittimerebbe l'operato, pur preservando la dovuta autonomia nella conduzione della politica monetaria. In quest'ottica, per esempio, Parlamento Europeo e Consiglio dovrebbero esprimersi sulla possibilità di riconoscere tassi di interesse sui depositi in MDBC ma, al fine di non ledere la discrezionalità della BCE nel perseguimento della stabilità dei prezzi, dovrebbero astenersi rispetto alle decisioni assunte dall'istituto, di volta in volta, con riferimento alla precisa determinazione degli eventuali rendimenti corrisposti. Il legislatore dovrebbe dunque determinare le finalità dello strumento e le sue potenziali funzionalità, per poi “consegnare” questa innovazione alla BCE, la quale opererebbe sotto l'esclusivo controllo effettuato da parte della Corte di Giustizia dell'Unione Europea⁸⁶.

originalista alla materia (da noi non condiviso), afferma che sui depositi in Euro Digitale non si potrebbero corrispondere interessi.

⁸⁵ Tra questi, secondo il nostro punto di vista, rientrano sicuramente il tema del riconoscimento del corso legale all'Euro Digitale, il potenziale utilizzo che potrebbe essere fatto dei dati raccolti, la decisione relativa al coinvolgimento di determinate categorie di intermediari finanziari nella distribuzione della MDBC euro-unitaria, così come la possibilità di riconoscere un tasso di interesse sui depositi (magari anche differenziato, a seconda del patrimonio del depositante) o di prevedere la potenziale introduzione di limiti di detenzione.

⁸⁶ In tal maniera, secondo il nostro punto di vista, non si correrebbe il rischio di ledere quel rapporto chirurgo-anestesista che autorevole dottrina ha comparato a quello che dovrebbe intercorrere fra potere politico ed istituto di emissione. Cfr. G. GUARINO, *Il ruolo della Banca d'Italia*, in *L'autonomia delle banche centrali*, in D. MASCIANDARO – S. RISTUCCIA (a cura di), *L'autonomia delle banche centrali*, Edizioni di Comunità, Milano, 1988, p. 270.

Inoltre, parallelamente a ciò, emerge anche la necessità che Parlamento e Consiglio si pronuncino sul sopramenzionato tema del corso legale, dato che, nonostante tale *status* sia riconosciuto alle banconote emesse dalla BCE e dalle Banche Centrali Nazionali dall'articolo 128, par. 2, TFUE, ad oggi manca ancora una chiara definizione di questo concetto⁸⁷.

Nei mesi passati, la Commissione Europea ha dunque affermato la sua intenzione di presentare una proposta di Regolamento sull'Euro Digitale e, parallelamente, Parlamento Europeo ed Eurogruppo hanno avviato un approfondimento su questa materia. L'assemblea euro-unitaria, dal canto suo, ha principalmente approfondito il tema in oggetto attraverso un continuo dialogo con la BCE che ha portato il responsabile della *High-Level Task Force*, Fabio Panetta, a partecipare a *hearings* in cui l'istituto di emissione ha ragguagliato i membri della Commissione per i problemi Economici e Monetari in merito allo stato d'avanzamento raggiunto⁸⁸. Al contempo, l'Eurogruppo ha affrontato il tema dell'Euro Digitale in modo regolare negli ultimi due anni, sottolineando più volte la natura politica di una eventuale MDBC europea. Considerando quanto emerso nei mesi passati, è ragionevole affermare come i Ministri dell'Economia dell'Eurozona abbiano sostanzialmente condiviso le "ipotesi di *design*" dell'Euro Digitale presentate dalla Banca Centrale Europea nei suoi *progress reports*, prospettando conseguentemente un favore di massima del Consiglio rispetto al progetto in oggetto⁸⁹.

6. Le proposte della Commissione Europea ed il quarto *progress report* di Francoforte

Il 28 giugno 2023, la Commissione Europea ha presentato il *Digital Euro Package*⁹⁰, un insieme di norme avente il fine di creare una cornice legislativa idonea ad un eventuale "lancio" dell'Euro Digitale. In questa data, il Berlaymont ha avanzato due principali proposte di Regolamento⁹¹: la prima è strettamente correlata alle caratteristiche che dovrebbe avere una MDBC euro-unitaria, la seconda, invece, riguarda il concetto di "corso legale" e la sua applicazione pratica nell'economia dell'Eurozona⁹². In seguito alla pubblicazione di questo "pacchetto", la Banca Centrale Europea ha espresso il suo favore rispetto a

⁸⁷ Invero, ad oggi il tema del corso legale, a livello euro-unitario, non è definito attraverso un atto votato da Parlamento Europeo e Consiglio, bensì trova una forma di "descrizione" in una raccomandazione della Commissione Europea (raccomandazione 2010/191/UE della Commissione, del 22 marzo 2010), in una sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (Cause riunite C-422/19 e C-423/19) e nel parere formulato all'interno di questa vertenza dall'Avvocato Generale.

⁸⁸ Per consultare il contenuto delle dichiarazioni rilasciate da Fabio Panetta di fronte alla Commissione per i problemi Economici e Monetari del Parlamento Europeo, si consulti il sito della [Banca Centrale Europea](#).

⁸⁹ Si considerino, per esempio, i comunicati pubblicati dall'Eurogruppo al termine degli incontri di [gennaio](#), [marzo](#) e [giugno](#) 2023.

⁹⁰ Si consulti il sito della [Commissione Europea](#).

⁹¹ La Commissione Europea, in quella data, ha presentato anche una proposta di Regolamento in merito ai Prestatori di Servizi di Pagamento, costituiti negli Stati membri la cui moneta non è l'Euro, che sarebbero coinvolti nell'eventuale distribuzione della MDBC euro-unitaria.

⁹² Nella proposta di Regolamento *de qua*, inoltre, l'articolo 15 è specificamente dedicato all'interazione fra banconote/monete ed Euro Digitale.

quanto prospettato dalla Commissione, per poi diffondere, il 14 luglio dello stesso anno, il suo quarto *progress report* sull'Euro Digitale.

6.1. La proposta di Regolamento sull'Euro Digitale

È ragionevole affermare come la Commissione Europea, nel redigere la sua proposta di Regolamento sull'Euro Digitale, abbia largamente avallato quanto prospettato dalla Banca Centrale nei suoi primi tre *progress reports*, pur indicando alcune caratteristiche specifiche che la BCE, fino al 28 giugno 2023, aveva (deliberatamente) evitato di definire in maniera puntuale. In quest'ottica, va sottolineato come il Berlaymont abbia reso manifesto il suo supporto per una MDBC euro-unitaria⁹³, evidenziando il ruolo positivo che tale innovazione potrebbe avere anche all'interno di un rafforzamento dell'autonomia strategica dell'Unione Europea⁹⁴, rimarcando però, al contempo, come la decisione finale in merito all'emissione dell'Euro Digitale rimanga appannaggio dell'istituto di Francoforte⁹⁵. Secondo il nostro punto di vista, gli elementi più rilevanti che emergono dalla proposta formulata da Bruxelles risultano essere i seguenti:

- l'Euro Digitale avrebbe lo *status* di moneta a corso legale (articolo 7). Tuttavia, alla luce di quanto previsto dall'articolo 9 del Regolamento, e anche alla luce del contenuto degli articoli 5 e 6 del Regolamento sul corso legale, sarebbero previste alcune deroghe⁹⁶. Fra queste, rientrerebbe la possibilità di rifiutare una transazione in MDBC per le micro-imprese che non accettano mezzi di pagamento digitali comparabili⁹⁷;

⁹³ «L'introduzione dell'euro digitale sarebbe determinante nel contesto degli sforzi in corso per ridurre la frammentazione del mercato europeo dei pagamenti al dettaglio, promuovere la concorrenza, l'efficienza, l'innovazione e la resilienza in tale mercato e incoraggiare le iniziative del settore a offrire servizi di pagamento paneuropei, sostenendo in particolare la piena diffusione dei pagamenti istantanei»; si consulti il preambolo della [proposta di Regolamento sull'Euro Digitale](#) (pag. 3).

⁹⁴ «L'euro digitale è stato inoltre individuato come un elemento della strategia della Commissione a sostegno dell'autonomia strategica aperta dell'UE. In particolare, la proposta è coerente con la comunicazione della Commissione “Verso un rafforzamento del ruolo internazionale dell'euro” e con la comunicazione della Commissione “Il sistema economico e finanziario europeo: promuovere l'apertura, la forza e la resilienza”»; cfr. *ivi*, p. 5.

⁹⁵ «If the proposal to establish the legal framework for the digital euro is adopted by the European Parliament and Council, it will ultimately be for the European Central Bank to decide if and when to issue the digital euro»; v., sul punto, il sito della [Commissione Europea](#).

⁹⁶ L'articolo 5 della proposta di Regolamento sul corso legale contempla, per esempio, casi caratterizzati da buona fede e da problematiche temporanee (come situazioni in cui non è possibile dare il resto). Al contempo, l'articolo 6 di questo testo prevede che la Commissione Europea possa adottare atti delegati al fine di normare altre eccezioni rispetto a quelle menzionate in precedenza.

⁹⁷ Oltre ad una serie di esenzioni in linea con quanto previsto all'articolo 5 della proposta di Regolamento sul corso legale, l'articolo 9 della proposta di Regolamento sull'Euro Digitale prevede infatti che potrebbe essere rifiutato un pagamento in MDBC da «un'impresa che occupa meno di 10 persone o il cui fatturato annuo o totale di bilancio annuo non è superiore a 2 milioni di EUR, o è un soggetto giuridico senza scopo di lucro quale definito all'articolo 2, punto 18), del regolamento (UE) 2021/695 del Parlamento europeo e del Consiglio, a meno che non accetti mezzi di pagamento digitali comparabili». Allo stesso modo, la norma in oggetto contempla un'esenzione anche per una persona fisica «che agisce nell'esercizio di attività a carattere esclusivamente personale o domestico».

- l'Euro Digitale e le banconote/monete denominate in Euro sarebbero convertibili alla pari (articolo 12). La stessa previsione varrebbe rispetto alle monete scritturali/elettroniche sempre denominate in Euro (articolo 13 [5]);
- gli intermediari finanziari coinvolti nella distribuzione della MBDC euro-unitaria sarebbero quelli identificati con la Direttiva 2015/2366⁹⁸. I soggetti *de quibus* dovrebbero offrire alcuni servizi di base elencati in un allegato alla proposta di Regolamento⁹⁹; questa categoria di servizi non comporterebbe costi per le persone fisiche¹⁰⁰. Con riferimento agli esercenti, invece, sarebbero previsti dei limiti per le commissioni sui pagamenti ad essi applicabili¹⁰¹;
- nella proposta di Regolamento, è confermata la creazione di meccanismi di *waterfall* e *reverse-waterfall* in linea con quanto prospettato dalla BCE (articolo 13 [4])¹⁰²;
- sarebbero presenti sia funzionalità *online* che funzionalità *offline*; per contrastare il riciclaggio ed il finanziamento di attività terroristiche, la proposta di Regolamento attribuisce alla Commissione il potere di adottare atti di esecuzione indirizzati a fissare limiti per l'operatività *offline* (articolo 37 [5])¹⁰³. Le operazioni di pagamento, sia *online* che *offline*, avrebbero una regolazione istantanea (articolo 30). Sarebbe possibile effettuare *conditional payments*, mentre, al contrario, sarebbe escluso un utilizzo dell'Euro Digitale come moneta programmabile (articolo 24)¹⁰⁴;
- secondo quanto stabilito dall'articolo 15 della proposta, «al fine di definire e attuare la politica monetaria e di contribuire alla stabilità del sistema finanziario», vi sarebbe la possibilità di «assoggettare a limiti l'uso dell'euro digitale come riserva di valore». In tal senso, è rilevante notare come, all'articolo 16, par. 8, la Commissione Europea specifichi che l'Euro Digitale non produrrebbe interessi;
- gli intermediari finanziari potrebbero distribuire l'Euro Digitale a soggetti residenti in Paesi membri che non adottano la moneta unica solo se le Banche Centrali di questi Stati e la BCE avranno «firmato un'intesa in tal senso» (articolo 18). Una procedura affine è prevista per i soggetti residenti in Nazioni

⁹⁸ Secondo il Considerando 26 della proposta di Regolamento, fra questi, potrebbero esservi anche i *crypto asset service providers* conformi al Regolamento 2023/1114 che rientrano anche nella Direttiva 2015/2366.

⁹⁹ Si fa riferimento all'allegato II, il quale elenca i servizi di pagamento di base in Euro Digitale per le persone fisiche.

¹⁰⁰ Identificate ai sensi dell'articolo 13, paragrafo 1, lettere a), b) e c) della proposta di Regolamento sull'Euro Digitale.

¹⁰¹ Invero, l'articolo 17 della proposta di Regolamento in Euro Digitale prevede che la commissione di servizio a carico dell'esercente o la commissione tra *Payment Service Providers* non possa superare l'importo più basso tra: «a) i costi pertinenti sostenuti dai prestatori di servizi di pagamento per la fornitura di pagamenti in euro digitale, compreso un equo margine di profitto; b) le commissioni o le spese richieste per mezzi di pagamento digitali comparabili». Oltre ad essere previsto un ruolo di vigilanza su questo tema della Banca Centrale Europea, tale norma, al paragrafo 6, stabilisce che «la commissione di servizio a carico dell'esercente è l'unica commissione per operazione che i prestatori di servizi di pagamento possono applicare agli esercenti».

¹⁰² V. quanto già rilevato *supra*, nel paragrafo 3.1.

¹⁰³ Va sottolineato come, all'interno del Capo IX della proposta di Regolamento *de qua* ("Lotta al Riciclaggio"), l'articolo 37 sia specificamente incentrato sulle operazioni di pagamento effettuate *offline*.

¹⁰⁴ In linea con quello che aveva ipotizzato la BCE (si veda sempre il paragrafo 3.1 del presente scritto).

terze (articolo 19). Inoltre, anche i pagamenti *cross-currency* dovrebbero essere soggetti ad accordi preliminari tra Francoforte e gli altri istituti di emissione (articolo 21).

6.2. Riguardo l'assenza di tassi d'interesse sui depositi in Euro Digitale

Un punto fondamentale della proposta di Regolamento della Commissione Europea riguarda la previsione di non corrispondere interessi sull'Euro Digitale. Tale scelta, come già esposto in precedenza, va sostanzialmente a “depotenziare” la portata della MDBC euro-unitaria, privando tale strumento di una caratteristica che potrebbe avere rilevanza soprattutto con riferimento alla conduzione della politica monetaria. Il preambolo dell'iniziativa in oggetto fornisce utili indicazioni in merito alle ragioni per le quali il Berlaymont ha optato per questa configurazione. Invero, il considerando 32 afferma che «un uso illimitato dell'euro digitale come riserva di valore potrebbe mettere a repentaglio la stabilità finanziaria nella zona euro, con effetti negativi sull'erogazione di credito all'economia da parte degli enti creditizi. Ciò potrebbe richiedere che la Banca centrale europea [...] introduca limiti all'uso dell'euro digitale come riserva di valore». Al contempo, la BCE dovrebbe continuare ad operare nel rispetto del «principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza», agendo dunque in conformità con quanto stabilito dal paragrafo 1 dell'articolo 127 TFUE. Ecco dunque che, come scritto nel considerando 37, la MDBC euro-unitaria «non dovrebbe produrre interessi in modo che» la «si possa usare principalmente come mezzo di pagamento, limitandone nel contempo l'uso come riserva di valore» .

Bruxelles, pertanto, pare aver ascoltato i timori esplicitati da parte della dottrina¹⁰⁵, cercando di creare le condizioni affinché la MDBC euro-unitaria non abbia «né poco né troppo successo»¹⁰⁶: pur considerando l'Euro Digitale un elemento utile nel perseguire una molteplicità di fini dell'Unione, la Commissione intende quindi ridurre l'attrattività con l'obiettivo di tutelare la stabilità finanziaria, il funzionamento dell'attuale mercato del credito e, più in generale, il ruolo giocato dal privato nell'economia.

Secondo lo scrivente, questa decisione, per quanto comprensibile, non risulta condivisibile.

Innanzitutto, ci sembra doveroso sottolineare come le preoccupazioni relative alla stabilità finanziaria, e forse ancor di più rispetto al mercato del credito, siano fondate. Il rischio, infatti, che un Euro Digitale

¹⁰⁵ La necessità di prestare particolare attenzione al tema della stabilità finanziaria è stata espressa, per esempio, in I. ANGELONI, *Digital Euro: when in doubt, abstain, (but be prepared)*, in *European Parliament Papers*, aprile 2023; S. INFANTE – K. KIM – A. ORLIK – A. F. SILVA – R. J. TETLOW, *The macroeconomic implications of CBDC: a review of the literature*, in *FED Papers*, ottobre 2022 e L. BURLON – C. MONTES-GALDÓN – M. MUÑOZ – F. SMETS, *The Optimal quantity of CBDC in Bank-Based economy*, in *CEPR Discussion Papers*, 4 febbraio 2022.

¹⁰⁶ In questi termini si esprime E. BARUCCI, *Euro Digitale*, cit., p. 88, ove afferma che «La BCE è presa tra due fuochi: un tasso di adozione molto elevato potrebbe disintermediare le banche, mettendo a rischio il finanziamento dell'economia reale e la stabilità finanziaria; un tasso di adozione troppo basso non sarebbe sufficiente per raggiungere lo scopo di mantenere la centralità della moneta di banca centrale. A più riprese la BCE ha sottolineato che l'obiettivo è che l'euro digitale non abbia né troppo successo, per non disintermediare le banche, né poco successo, per garantire la centralità della moneta di banca centrale».

“senza limitazioni” possa portare ad una significativa emorragia di risorse dal sistema bancario, e ad un conseguente ridimensionamento del volume dei prestiti erogati a famiglie ed imprese, merita d’essere attentamente ponderato, pensando in particolare al fatto che, almeno ad oggi, non è considerata l’ipotesi che la BCE possa impiegare i fondi in MDBC per elargire finanziamenti. Tuttavia, la soluzione prospettata nella proposta di Regolamento della Commissione Europea appare sproporzionata rispetto al fine perseguito.

Invero, con lo scopo di evitare quanto appena descritto, potrebbe essere sufficiente fornire alla Banca Centrale la possibilità di prevedere limiti di detenzione ai portafogli in Euro Digitale o di contemplare un differenziale negativo mirato a render più contenuti i rendimenti sulla MDBC rispetto a quelli corrisposti dal settore bancario privato. In tal maniera, sarebbero meno probabili le cd. corse agli sportelli, così come, parimenti, l’Euro Digitale continuerebbe a preservare un’utilità nella conduzione della politica monetaria¹⁰⁷. In quest’ottica, inoltre, come indicato in precedenza¹⁰⁸, risulterebbe meno probabile la creazione di cartelli all’interno del settore bancario privato tesi a remunerare in maniera eccessivamente contenuta i fondi depositati da cittadini ed imprese presso gli istituti di credito: la presenza di un tasso sulla MDBC, per quanto contenuto, rappresenterebbe un *floor* sotto il quale le banche private non potrebbero spingersi¹⁰⁹.

Con siffatta formulazione del paragrafo 8 dell’articolo 16, oltretutto, la Commissione Europea pone un vincolo rigido alla BCE, senza dunque fornire all’istituto di emissione la possibilità di valutare con il

¹⁰⁷ D’altronde, la BCE, nel suo terzo *progress report*, aveva già prospettato l’introduzione di limiti quantitativi proprio al fine di contenere i rischi afferenti al settore del credito. Anche I. ANGELONI (*Digital Euro*, cit., pp. 15-16), nel sottolineare la rilevanza del tema della stabilità finanziaria, propone come possibile soluzione l’introduzione di un massimale per i depositi in MDBC. C. HOFMANN (*Digital Euro: An assessment of the first two ECB progress reports. The case for unlimited holding of digital euros*, in *European Parliament Papers*, aprile 2023) e C. MONNET (*Digital Euro: An assessment of the first two ECB progress reports*, in *European Parliament Papers*, aprile 2023), invece, propendendo per un Euro Digitale privo di “limitazioni”, contemplando l’introduzione di vincoli di questo genere solo nella fase iniziale della MDBC euro-unitaria. Merita infine di essere sottolineato come soluzioni di questo genere siano state avanzate anche dallo stesso F. PANETTA, *21st century cash: central bank, technological innovation and digital currencies*, in E. GNAN – D. MASCIANDARO (a cura di), *Do we need*, cit., pp. 23-31.

¹⁰⁸ Si veda quanto scritto nel paragrafo 2.

¹⁰⁹ Questa visione è supportata da C. MONNET, *Digital Euro*, cit., pp. 12-13; e da D. ANDOLFATTO, *Assessing the impact of Central Bank Digital Currency on Private Banks*, in *The Economic Journal*, vol. 131, n. 634, febbraio 2021, pp. 525-540, i quali sottolineano come la concorrenza nel settore bancario risulti sovente “blanda”, con particolare riferimento alla forbice che si va a creare fra i tassi corrisposti dalla Banca Centrale sulle riserve depositate presso essa e quelli riconosciuti sui depositi dei correntisti (così come rispetto agli interessi applicati sui finanziamenti a cittadini ed imprese). E. BARUCCI (*Euro Digitale*, cit., pp. 91-92), richiamando anche l’analisi svolta da J. CHIU – S.M.R. DAVOODALHOSSEINI – J. HUA JIANG – Y. ZHU (*Bank market power and Central Bank Digital Currency: theory and quantitative assessment*, in *Bank of Canada Working Papers*, 2019), sostiene che «se il tasso di remunerazione della moneta di banca centrale è basso, ed è inferiore a quello delle riserve, allora il tasso di adozione della moneta di banca centrale sarebbe limitato ma le banche avrebbero un incentivo ad aumentare il tasso dei depositi con beneficio degli utenti senza diminuire (anzi potrebbe aumentare) il credito alle imprese. La moneta di banca centrale, offrendo una *outside option* ai cittadini, fornirebbe un supporto alla remunerazione dei depositi, una sua remunerazione elevata potrebbe portare al contempo più depositi e più moneta di banca centrale con un aumento del credito all’economia».

passare del tempo l’appropriatezza di corrispondere tassi di rendimento sui depositi in MDBC; ciò — ci pare logico affermare — rappresenta una limitazione che mal si concilia con la natura di uno strumento le cui potenzialità, positive e negative, sono ancora ampiamente da valutare e, probabilmente, da comprendere. In quest’ottica, pertanto, crediamo che sarebbe stato opportuno per il Berlaymont fermarsi a quanto delineato nell’articolo 15, par. 1, della proposta di Regolamento *de qua*, con un’esplicita menzione alla stabilità del sistema finanziario ed alla possibilità di introdurre limiti sull’uso dell’Euro Digitale come riserva di valore¹¹⁰.

Ci permettiamo infine di avanzare uno spunto di riflessione in merito al significato dell’espressione “economia di mercato aperta e in libera concorrenza”¹¹¹. Queste parole, secondo il nostro punto di vista, non devono essere equivocate e portare ad una mera tutela di alcuni interessi di parte: un’economia di mercato aperta e in libera concorrenza non esclude infatti un intervento pubblico qualora quest’ultimo possa portare a benefici che il privato non genera. In tal senso, se l’Euro Digitale potrà creare effetti positivi che il settore bancario, da solo, non realizza, sarebbe inappropriato frenare l’operato della BCE al fine di garantire una condizione sub-ottimale gestita unicamente dal privato.

A tal riguardo, reputiamo sia utile richiamare un parallelo storico relativo ad un’esperienza italiana: la Cassa Depositi e Prestiti. Invero, il dibattito relativo alla creazione di depositi “gestiti” dalla sfera pubblica, ed ai possibili rischi derivanti da tale scelta, ricorda quello che contraddistinse la nascita dell’istituto di via Goito, nei primi anni di vita del nostro Paese — quando, almeno teoricamente, la classe governante perseguiva una visione liberale (e liberista)¹¹². Anche in quel caso, l’ingresso delle Poste nel settore della

¹¹⁰ Parte della dottrina reputa che, per quanto ci possano essere ricadute (soprattutto nel breve periodo) sul settore bancario privato, l’Euro Digitale andrebbe introdotto senza prevedere limiti quantitativi od un tasso di rendimento nullo; invero, secondo questi Autori, gli effetti positivi riconducibili alla MDBC euro-unitaria (anche in merito alla stabilità finanziaria) compenserebbero ampiamente le criticità derivanti da una sua introduzione “senza vincoli”. Questa idea è sostenuta da C. HOFMANN, *Digital Euro*, cit.; C. MONNET, *Digital Euro*, cit.; T. KEISTER – C. MONNET, *Central Bank digital currency: stability and information*, in *Journal of Economic Dynamics & Control*, n. 142, 2022 e M.D. BORDO – A.T. LEVIN, *Central Bank Digital Cash: principles & practical steps*, in E. GNAN – D. MASCIANDARO (a cura di), *Do we need*, cit., pp. 125-141. Questi ultimi Autori evocano inoltre la possibilità che le MDBC possano portare verso un modello di *narrow banking*, con una nuova configurazione del settore bancario che andrebbe a separare gli istituti che raccolgono depositi da cittadini ed imprese (e che li investono in attività a basso rischio) da quelli che, invece, raccolgono risorse sul mercato (effettuando quindi operazioni dalla maggior profittabilità e, conseguentemente, dal maggior rischio). Tale teoria, elaborata nel corso dei decenni anche dalla scuola di Chicago, porterebbe ad una sostanziale scomparsa dei sistemi di garanzia sui depositi e, quindi, ad una considerevole diminuzione del *moral hazard* che caratterizza il settore del credito; sul tema, *ex plurimis*, si veda G. PENNACCHI, *Narrow Banking*, in *Annual Review of Financial Economics*, vol. 4, 2012, pp. 141-159.

¹¹¹ Il richiamo al principio dell’economia di mercato aperta e in libera concorrenza è stato effettuato anche da Yves Mersch, ex membro del Comitato Esecutivo della BCE, in una delle prime circostanze ufficiali in cui Francoforte si è espressa sul tema dell’Euro Digitale: «*The EU Treaty provides for the ECB to operate in an open market economy, essentially reflecting a policy choice in favour of decentralised market decisions on the optimal allocation of resources. Historical cases of economy-wide resource allocation by central banks are hardly models of efficiency or good service. Furthermore, a retail CBDC would create a disproportionate concentration of power in the central bank*» (si consulti il sito della [Banca Centrale Europea](https://www.bankitalia.it)).

¹¹² Su questo tema, si consulti, *ex plurimis*, S. CASSESE (a cura di), *La nuova costituzione economica*, Laterza, Bari, 2023, pp. 7-10.

raccolta ingenerò innumerevoli obiezioni in merito al supposto danno che si sarebbe arrecato al funzionamento del mercato, ed alla stabilità finanziaria, in seguito all’offerta a cittadini ed imprese di depositi garantiti dallo Stato¹¹³. Ora, trascorsi quasi 150 anni dalla riforma voluta da Quintino Sella, crediamo sia ragionevole affermare come tali preoccupazioni fossero sovrastimate e che l’intervento della sfera pubblica nel mercato (privato) bancario non abbia comportato criticità insormontabili: uno sguardo alla storia di CDP, viste le assonanze con la discussione relativa all’Euro Digitale, potrebbe fornire utili indicazioni al legislatore euro-unitario ed alla Banca Centrale al fine di non “azzoppare” preventivamente uno strumento che, forse, meriterebbe d’essere preservato nella sua interezza.

6.3. Il quarto *progress report* della BCE

Il 13 luglio 2023, poche settimane dopo la pubblicazione delle proposte di Regolamento della Commissione Europea, la BCE ha presentato il suo quarto *progress report* sull’Euro Digitale. In questo documento, Francoforte ha posto la propria attenzione principalmente sul modello di compensazione (*compensation model*) che dovrebbe sorreggere la MDBC euro-unitaria, per poi focalizzarsi su aspetti afferenti a specifiche caratteristiche di questo strumento e procedere con una preliminare esposizione di come potrebbe strutturarsi la fase di “lancio” (*roll-out approach*).

Trattando innanzitutto del modello di compensazione, va evidenziato come la Banca Centrale abbia rimarcato la necessità che tutti (cittadini, imprese e intermediari finanziari) abbiano un incentivo a partecipare al progetto dell’Euro Digitale. In tal senso, la BCE ha proposto al legislatore quattro principi cardine:

I) la MDBC euro-unitaria non dovrebbe comportare spese (*free of charge*) per le funzioni di base a disposizione dei cittadini. Invero, questi servizi non dovrebbero portare guadagno agli intermediari, in linea con quanto accade, per esempio, con le funzioni elencate dalla *Payment Account Directive* (Direttiva 2014/92/EU)¹¹⁴;

II) i commercianti dovrebbero essere tutelati affinché non siano loro imposte, da parte degli intermediari, commissioni eccessive. Ciò, a detta della Banca Centrale, risulta fondamentale alla luce del riconoscimento del corso legale previsto per l’Euro Digitale;

¹¹³ Già quando il Governo di Cavour, nel 1857, identificò nella Cassa Depositi e Prestiti l’unico luogo di pubblico deposito, si sollevarono in Parlamento rilevanti critiche rispetto al presunto danno che tale scelta avrebbe arrecato al funzionamento del mercato. Tali obiezioni si fecero ancora più veementi quando, su impulso di Quintino Sella, nel 1875, venne riconosciuta agli uffici postali la possibilità di raccogliere denaro sui territori. In merito alla storia di CDP, si veda M. DE CECCO – G. TONIOLO, *Storia della Cassa Depositi e Prestiti*, Laterza, Bari, 2001.

¹¹⁴ *Ivi*, p. 6. A tal riguardo, si consideri per esempio quanto è previsto dalla direttiva *de qua* in merito ai cd. conti correnti di base. In questo *progress report* (*ibidem*), inoltre, v’è un elenco di quali sarebbero alcuni servizi offerti senza l’applicazione di commissioni da parte degli intermediari.

III) gli intermediari, allo stesso modo, dovrebbero essere ristorati per i servizi che offrono, così come avviene al giorno d'oggi con gli altri pagamenti digitali. A tal riguardo, questi soggetti potrebbero beneficiare di commissioni sui servizi aggiuntivi da loro proposti e, al contempo, potrebbe essere creato un sistema di compensazione fra *Payment Service Providers*¹¹⁵;

IV) la Banca Centrale Europea dovrebbe “sostenere i suoi costi”¹¹⁶. In quest’ottica, le spese per la gestione dell’infrastruttura e quelle, per esempio, riconducibili alla verifica ed alla registrazione dei pagamenti sarebbero a carico di Francoforte.

In questo documento, la BCE ha avanzato inoltre alcune considerazioni in merito alla portabilità dei depositi in Euro Digitale ed al rilevamento/prevenzione delle frodi. Sul primo tema, l’istituto di emissione ha rimarcato l’importanza che il trasferimento dei conti in MDBC fra intermediari avvenga in maniera fluida, mentre, rispetto al secondo, si è limitata a sottolineare la rilevanza della questione e ad affermare come sia sotto indagine la possibile creazione di un servizio di supporto centrale che possa aiutare gli intermediari nell’affrontare in modo appropriato la questione *de qua*¹¹⁷.

Ancora, l’istituto di emissione ha trattato dell’importanza che l’Euro Digitale sia uno strumento attraverso cui favorire l’inclusione finanziaria digitale. A tal proposito, la BCE ha affermato come l’applicazione collegata alla MDBC euro-unitaria dovrebbe essere resa disponibile in tutte le lingue dell’UE e dovrebbe risultare conforme allo *European Accessibility Act* (Direttiva 2019/882 UE). Inoltre, per gli individui meno all’avanguardia a livello tecnologico, sarebbe prevista la possibilità di emettere una carta di pagamento a cui collegare il deposito in Euro Digitale. Parimenti, sarebbero permesse attività di *funding/defunding* effettuate in contanti ed un soggetto riconducibile alla sfera pubblica (che in Italia potrebbe essere, ad esempio, Poste Italiane S.p.A.) dovrebbe essere identificato con lo scopo di fornire supporto alle persone più vulnerabili alla *digital financial exclusion*¹¹⁸. Al contempo, attraverso l’operatività *offline* si potrebbero facilitare le transazioni nelle zone in cui la connessione ad internet risulta più debole.

La BCE, in questo *progress report*, ha quindi esposto le modalità con cui potrebbe avvenire il lancio dell’Euro Digitale, dividendo il *roll-out* in due fasi:

¹¹⁵ «It is therefore proposed that PSPs charging fees to merchants for digital euro acquiring services should compensate the PSPs offering free services to customers by paying an inter-PSP fee. This arrangement aims to maintain a fair balance of incentives between the two types of PSP»; *ivi*, pp. 6-7.

¹¹⁶ «The Eurosystem has proposed that it would bear its own costs, reflecting the status of a digital euro as a public good and following the same logic which currently applies to cash»; cfr. *ibidem*.

¹¹⁷ «[...] the Eurosystem is exploring how a central support service for fraud detection and prevention could support intermediaries in their fraud management activities, for example through fraud monitoring and risk scoring of transactions, statistics and coordination of information»; si veda *ivi*, p. 8.

¹¹⁸ Nel *progress report* si parla proprio di soggetti «vulnerable to digital financial exclusion» (p. 9). Il tema dell’identificazione di un intermediario riconducibile alla sfera pubblica è stato evocato anche nel considerando 29 della proposta di Regolamento sull’Euro Digitale presentata dalla Commissione Europea.



- nella prima, sarebbero avviati i pagamenti *person-to-person* e quelli relativi all'*e-commerce*. In questa “tappa”, inoltre, sarebbero rese possibili anche le operazioni *offline*;
- nella seconda, vista la più difficoltosa gestione della tecnologia di riferimento, sarebbero invece coinvolte le transazioni effettuate presso i commercianti (*Point-of-Sale payments*)¹¹⁹.

L'istituto di emissione, infine, ha concluso il presente documento rimarcando come, nell'autunno 2023, il Consiglio Direttivo assumerà la decisione se passare o meno alla fase pilota, pur riconoscendo sempre come l'eventuale emissione dell'Euro Digitale non potrebbe avvenire prima dell'adozione di una norma da parte del legislatore euro-unitario¹²⁰.

7. Conclusioni: la necessaria risposta ad una duplice sfida

Fabio Panetta, nel corso di un'intervista rilasciata al quotidiano tedesco Handelsblatt¹²¹, ha espresso un concetto che, secondo il nostro punto di vista, risulta meritevole d'attenzione. Invero, il membro del Comitato Esecutivo della BCE, rispondendo ad una domanda in merito all'utilità di una MDBC euro-unitaria, ha affermato come le ragioni alla base di un eventuale lancio dell'Euro Digitale siano sostanzialmente riconducibili ad «una questione di sovranità»¹²². Tali parole ci permettono di presentare una breve riflessione di chiusura per il nostro scritto e di cogliere quella che, secondo la nostra opinione, pare essere la principale finalità perseguita dalle istituzioni europee con la MDBC emessa da Francoforte. È infatti ragionevole sostenere che l'Euro Digitale, come affermato dall'economista italiano, sia primariamente mirato a tutelare il potere statale, incarnando la reazione ad una duplice sfida: da un lato, quella posta dal settore privato e, dall'altro, quella mossa da parte di Nazioni estere intenzionate ad ampliare, o consolidare, la propria sfera di influenza.

La prima categoria di “insidie” raggruppa soggetti di diverso genere – come *Payment Service Providers* ed istituti di credito privati – e, fra questi, emergono in particolare multinazionali esterne al settore bancario e detentori/emittenti di criptovalute. Invero, la BCE, attraverso la sua MDBC, fornisce una risposta

¹¹⁹ «Implementing payments at physical stores may take longer because it would entail the adapting the existing physical infrastructure across Europe. For example, it would most probably require changes to payment terminals and physical devices»; cfr. p. 11.

¹²⁰ In questo *progress report* si riportano anche alcuni elementi emersi dalla *Digital Euro Market Research* e dal *prototyping exercise*, così come si espone rapidamente lo stato d'avanzamento del lavoro svolto dal *Rulebook Development Group* (pp. 11-13). Rispetto al primo tema, è interessante notare come la BCE, nella sua indagine, abbia ravvisato l'esistenza di un numero sufficiente di *EU providers* pronti a partecipare al progetto dell'Euro Digitale.

¹²¹ A. KRÖNER – J. MALLIEN – F. WIEBE, *EZB-Direktor Fabio Panetta gegen Festlegung auf Zinserhöhungen über Februar hinaus*, in *Handelsblatt*, 24 gennaio 2023.

¹²² «The digital euro is a natural step forward for our single currency: it would overcome the fragmentation of payments within the monetary union, through a means of payment that is ultimately governed by Europeans. It is also important that citizens who prefer to pay digitally should have the option to pay with central bank money. This is a matter of sovereignty», in *ibidem*. L'importanza dell'Euro Digitale ai fini della preservazione della sovranità — innanzitutto monetaria — è stata espressa da Panetta anche nel suo recente intervento presso la Commissione per i problemi Economici e Monetari del Parlamento Europeo, il 4 settembre 2023; il discorso, intitolato “*Shaping Europe's digital future: the path towards a digital euro*”, è consultabile sul sito della [Banca Centrale Europea](#).

pubblica al tentativo del privato di insinuarsi in un settore che, nei secoli passati, è stato storicamente appannaggio degli Stati, ma che ora, alla luce del progresso tecnico-scientifico raggiunto, è divenuto potenzialmente contendibile. Lo sviluppo del fenomeno *crypto*¹²³, così come l'emissione di una valuta da parte di multinazionali *tech* dal fatturato comparabile al PIL di un Paese avanzato¹²⁴, potrebbe infatti spostare il controllo di un elemento pubblico — la moneta — in favore del privato, ingenerando effetti di ampia portata sul funzionamento dell'economia e, conseguentemente, della società¹²⁵. A queste due eventualità, sempre meno astratte, l'UE cerca dunque di rispondere attraverso la sua MDBC, dematerializzando il denaro emesso da Francoforte e rendendolo più idoneo alle dinamiche di un contesto in cui il contante vive il suo lento, e probabilmente inevitabile, declino.

Rispetto alla seconda “sfida”, invece, bisogna fare una distinzione. In primo luogo, v'è una mera considerazione relativa all'attuale situazione che caratterizza i sistemi di pagamenti impiegati all'interno dell'Unione Europea; ad ora, infatti, una larga fetta delle transazioni digitali effettuate dai cittadini europei viene “processata” da parte di aziende straniere, con percentuali che divengono particolarmente elevate con riferimento ai pagamenti con carta di debito/credito¹²⁶. Nella situazione attuale, tale configurazione va principalmente a vantaggio degli Stati Uniti ma, in futuro, la “penetrazione” di Paesi non pienamente democratici¹²⁷ potrebbe farsi più importante, con quanto ne conseguirebbe di negativo rispetto ad una moltitudine di questioni (si pensi, per esempio, all'utilizzo che potrebbe essere fatto dei dati personali raccolti). In secondo luogo, invece, risulta necessario per l'UE attivarsi in materia di Euro Digitale per

¹²³ Le criptovalute hanno vissuto una rapida espansione nel corso dell'ultimo decennio e, nonostante i diversi *crack* che hanno caratterizzato il settore, continuano ad attirare ingenti risorse. La funzione di mezzo di scambio delle *crypto* suscita notevole perplessità, alla luce della loro elevata volatilità, tuttavia, con il lancio delle cd. *stablecoins*, alcuni operatori privati hanno cercato di sanare questo difetto caratterizzante il Bitcoin ed altre valute ad esso ispirate (per quanto rimangono rilevanti dubbi in merito alla solidità delle riserve a garanzia degli “ancoraggi”). La BCE, negli ultimi anni, ha prestato notevole attenzione a questo fenomeno ed ha messo più volte in guardia rispetto ai rischi correlati a tali strumenti. Invero, i membri del Comitato Esecutivo hanno sovente parlato di *crypto* in conferenze ed interviste, così come l'istituto di Francoforte ha pubblicato alcuni documenti sul tema ed ha creato una *Crypto Assets Task Force*. In tal senso, si considerino, per esempio, il discorso pronunciato da Fabio Panetta presso la *BIS Annual Conference* (si veda il sito della [BCE](#)) e U. BINDSEIL – J. SCHAFF, *Bitcoin's last stand*, in *ECB Blog*, 30 novembre 2022.

¹²⁴ Il riferimento è alle società facenti parte di quello che era conosciuto come il gruppo “GAFAM” (Google/Alphabet, Amazon, Facebook/Meta, Apple e Microsoft). Va ricordato come Meta, nel 2019, avviò il progetto di una sua valuta (inizialmente denominata Libra, quindi DIEM) ma tale iniziativa, anche a seguito dell'opposizione dimostrata dalle istituzioni statunitensi, è stata abbandonata nel corso del 2022. Tuttavia, in dottrina è stato affermato come tale tentativo della multinazionale di Menlo Park rappresenti uno dei principali incentivi per le Banche Centrali a sviluppare una propria MDBC. A tal riguardo, si consulti D. NIEPELT, *Libra paves the way for central bank digital currency*, in *VoxEU Debate: the future of digital money*, 12 settembre 2019.

¹²⁵ In merito al rapporto che, storicamente, è intercorso (e che tuttora intercorre) fra Stato e moneta, si faccia riferimento a G.U. RESCIGNO, *Moneta e Stato*, in *Diritto Pubblico*, n. 2, 2017, pp. 309-336.

¹²⁶ Questo punto è stato rimarcato anche da Panetta in un'intervista rilasciata al giornale *Les Echos* (K. DE MEYER, *Fabio Panetta*, cit.): «*at present, services developed in one European country are often not available in others. And the European card payments market is dominated by two non-European companies whose cards are not accepted everywhere. Can you imagine a similar situation in the United States?*».

¹²⁷ Il riferimento principale è alla Cina e ad al ruolo che potrebbero avere, per esempio, soggetti come Alipay o WeChat Pay.

non accumulare un ritardo nello sviluppo delle infrastrutture su cui, un domani, si baseranno le transazioni in MDBC effettuate tra Paesi diversi: invero, lasciando ad altre Nazioni il ruolo di *first comers* in questo settore, l'Unione Europea potrebbe trovarsi obbligata ad adattarsi ad un contesto con regole e procedure stabilite da altri e caratterizzato dalla presenza di differenti valute di riserva rispetto a quelle riconosciute oggi¹²⁸.

Con l'Euro Digitale, pertanto, l'Unione Europea cerca di creare uno strumento attraverso cui difendere la sua sovranità¹²⁹ e, conseguentemente, quegli interessi che i singoli Paesi membri, oramai incapaci da soli di fronteggiare determinate tematiche, hanno progressivamente demandato al progetto euro-unitario¹³⁰. Un approccio inerte alla questione è possibile ma, secondo chi scrive, sconsigliabile: il rischio è che il concetto di “moneta senza Stato”, sovente applicato all'Euro¹³¹, possa assumere altri, e ben più preoccupanti, significati.

¹²⁸ Anche in questo caso, ci riferiamo primariamente a Pechino. A tal proposito, si veda quanto scritto nel paragrafo 2.2 del presente elaborato.

¹²⁹ Il concetto di sovranità euro-unitaria da noi inteso è ben descritto da quella “sovranità messa in comune” evocata da Mario Draghi in un suo recente articolo riguardante la necessità per l'Unione Europea di procedere verso un'unione fiscale. Sul punto, si veda quindi M. DRAGHI, *Mario Draghi on the path to fiscal union in the Eurozona*, in *The Economist*, 6 settembre 2023.

¹³⁰ Quanto scritto da A. MANZELLA (*Lo Stato «comunitario»*, in *Quaderni Costituzionali*, n. 2, 2003, p. 273) in merito al progetto (all'epoca) comunitario analizza puntualmente la dinamica da noi indicata nel testo: «Ad un certo punto della sua storia europea lo Stato autolimita la propria sovranità. Questa autolimitazione è determinata dalla necessità di creare con altri Stati un ordinamento, dotato di poteri maggiori rispetto a quelli di ciascun Stato associato. Il suo scopo è svolgere politiche e raggiungere obiettivi che l'autocoscienza democratica dei singoli Stati indica come non più conseguibili con i soli poteri propri».

¹³¹ Questa espressione è stata spesso evocata alla luce dell'assenza di un potere politico a livello euro-unitario che possa identificare l'Unione Europea come una Federazione (a fronte invece di una BCE che opera come autentica istituzione federale). Si veda, per esempio, L. CARACCILO, *Euro: una moneta senza stato*, in *La Repubblica*, 7 maggio 2010 e M. OTERO-IGLESIAS, *Stateless Euro: The Euro Crisis and the Revenge of the Chartalist Theory of Money*, in *Journal of Common Market Studies*, vol. 53, n. 2, 2015, pp. 349-364.