



CAMERA DEI DEPUTATI

VI Commissione permanente (Finanze)

Pacchetto Finanza Digitale

Audizione della CONSOB

Commissario Paolo Ciocca

INTERVENTO

Roma 8 giugno 2021

Signor Presidente, Onorevoli Deputati,

Ringraziando per l'invito, mi accingo a illustrare alcune brevi considerazioni sul c.d. "Pacchetto sulla finanza digitale", proposto dalla Commissione europea lo scorso 24 settembre 2020. Mi limiterò agli aspetti che riguardano più da vicino le competenze istituzionali della CONSOB.

Abbiamo depositato una scheda tecnica nella quale sono descritte la strategia della Commissione europea e le connesse proposte legislative in tema di *crypto-asset*, regime sperimentale per le infrastrutture di mercato e resilienza operativa. Non intendo ripercorrere nel dettaglio i vari aspetti tecnici oggetto di analisi nel documento agli atti. Piuttosto, mi soffermerò su alcune considerazioni chiave e su profili anche di carattere evolutivo che, credo, rivestano maggior interesse in questa sede.

In particolare seguirò questo schema:

- 1) Premessa;
- 2) Principali profili negoziali;
- 3) Conclusioni.

Preciso che il mio intervento non si concentrerà sui temi della sovranità monetaria e dei sistemi di pagamento. Resta il fatto che la convivenza tra moneta pubblica e privata crea difficoltà di vigilanza, rendendo difficile distinguere le competenze dell'Autorità monetaria da quelle delle altre Autorità.

1. Premessa

Le proposte legislative in discussione fanno parte di un complessivo pacchetto che va compreso nella sua unitarietà. Le iniziative sono infatti parte di un'unica strategia che risponde all'esigenza di capitalizzare le opportunità e al contempo gestire i rischi che promanano dall'applicazione delle più recenti innovazioni digitali al mercato finanziario.

Tra gli aspetti di maggior rilievo vi è il fenomeno della frammentazione delle catene del valore. Diversi attori intervengono in questa catena, provenienti da settori regolamentati e non, nonché da aree geografiche diverse (Europa ed oltre), soggetti quindi a discipline differenti; ciò richiede un ripensamento su come salvaguardare l'integrità, la stabilità, la concorrenza leale e la sicurezza dei dati.

Il blocco di proposte legislative della Commissione europea si muove perciò in questa direzione. Esso si compone di tre regolamenti, al momento tutti allo studio del Consiglio e del Parlamento europeo, due dei quali “verticali”, ossia:

- il MiCAR, che introduce una disciplina specifica del mercato dei *crypto-asset* diversi dagli strumenti finanziari; e
- il Regolamento *Pilot*, che permetterà alle Autorità nazionali di testare lo svolgimento delle funzioni di *trading* e *post-trading* su un’unica piattaforma di negoziazione, per avviare la nascita di un mercato secondario degli strumenti finanziari in forma di *token*; e
- il terzo di carattere “orizzontale”, il DORA sulla *cyber security*, con l’obiettivo di innalzare gli standard di sicurezza cibernetica del mercato finanziario in tutta l’Unione.

Le proposte vanno inquadrare nella più ampia *Digital Financial Strategy*. Mi limito a menzionare le quattro principali priorità:

- rimuovere la frammentazione del mercato unico nell’ambito dei servizi finanziari digitali mediante sfruttamento del meccanismo del passaporto europeo, in modo da permettere alle imprese dell’Unione di “scalare” grazie all’accesso transfrontaliero sul mercato unico;
- agevolare l’innovazione anche tramite l’utilizzo della tecnologia di registro distribuito (DLT) e dell’intelligenza artificiale (IA);
- adottare una strategia europea dei dati, potenziandone l’accesso e la condivisione all’interno dell’Unione;
- gestire i nuovi rischi, salvaguardando stabilità, tutela del consumatore, integrità del mercato, concorrenza leale e sicurezza.

A monte della strategia e del pacchetto vi è la Comunicazione della Commissione europea sulla *open strategic autonomy* nel settore finanziario del 19 gennaio scorso. La Comunicazione riveste grande importanza, perché in essa si declina un approccio e una postura dell’Unione europea più decisa rispetto alle sfide esterne globali: l’ambizione è che l’Unione costruisca una propria autonomia strategica aperta, in particolare nel mercato finanziario. È proprio questo il grande tema toccato dal Regolamento DORA, sul quale tornerò più tardi.

A ben vedere, una volta approvate, queste proposte daranno avvio ad un mercato finanziario digitale regionale per 500 mln di cittadini che competerà a livello globale, essendosi dotato di regolamenti e standard di sicurezza comuni a tutta l’Unione.

2. Principali profili negoziali

2.1 Identificare più chiaramente gli ambiti di regolazione e vigilanza

Le proposte legislative in discussione delineano ambiti di applicazione molto ampi, includendovi *crypto-asset* e relativi *service provider* oggi non regolamentati, con conseguente aumento delle attribuzioni e delle responsabilità di vigilanza a tutela dei risparmiatori. Al contempo, cresce il rischio di arbitraggi e sfruttamento di “aree grigie” della regolamentazione.

Alla luce di queste criticità abbiamo sostenuto in sede negoziale:

- l'esigenza di prevedere una maggiore armonizzazione della nozione di strumento finanziario e una più chiara definizione degli ambiti di applicazione del Regolamento MiCA sui *crypto-asset*.

Si tratta di un tema che merita la massima attenzione perché, a seconda della qualificazione giuridica dell'*asset* offerto, in particolare della riconducibilità o meno dello stesso alla nozione di strumento finanziario, troveranno applicazione set di norme diverse, quali quelle previste in MiCAR o alternativamente la disciplina di matrice tradizionale;

- abbiamo chiesto l'introduzione di meccanismi di convergenza e cooperazione sia a livello UE che extra UE a fronte di attività spiccatamente transnazionali e un ruolo più incisivo dell'ESMA.

Ciò in quanto il MiCAR consentirà l'accesso al mercato unico con passaporto a nuovi prodotti atipici provenienti da paesi terzi, con limitata capacità delle Autorità di vigilanza nazionali di incidere su soggetti che non hanno sede nel territorio dell'Unione.

Il coordinamento dell'ESMA è tanto più necessario se si considera che il permesso di accedere alle sperimentazioni *Pilot* accordando deroghe alla normativa UE sarà deliberato a livello delle singole Autorità nazionali, con conseguente rischio di dare origine a una corsa al ribasso o comunque ad approcci divergenti nell'Unione.

2.2 Regolare nuovi player e nuovi prodotti secondo un principio di responsabilità e di neutralità tecnologica

La trasformazione digitale comporta l'affacciarsi sul mercato finanziario di nuovi *player* globali/regionali, alcuni dei quali nati come fornitori di servizi tecnologici. Si prospetta un aumento della pressione competitiva sugli operatori tradizionali, insieme a un miglioramento della capacità di valorizzazione dei dati e di rendere più semplici ed efficienti i processi. Si prospettano altresì nuove forme di raccolta di capitali e possibili diverse configurazioni del mercato. Sono convinto che questa apertura verso l'innovazione dei modelli di *business* andrebbe orientata a beneficio dei consumatori e della crescita reale.

Le regole in discussione ampliaranno il perimetro della vigilanza per affrontare i rischi posti da nuove tipologie di prodotti e servizi che possono essere percepiti dai risparmiatori come alternativi alle più tradizionali modalità di investimento.

Abbiamo perciò sostenuto nel corso dei negoziati europei la necessità:

- da un lato, di identificare centri di imputazione delle responsabilità, anche laddove la tecnologia non li preveda, come nella finanza decentralizzata (cd. De.Fi.), quella finanza basata cioè su protocolli automatici e *open source*, non immediatamente riferibili a un emittente o a un *service provider*;
- dall'altro, di ampliare gli ambiti del regime pilota alla possibilità di sperimentare sulle varie tipologie di DLT (*permissioned* e *permissionless*) e di consentirne l'accesso anche a *new comer*; il regime *Pilot*, in quanto ambiente controllato, è un'occasione che non va persa per verificare l'innovazione nel mercato finanziario.

2.3 Aumenta la complessità della finanza

Come detto e ben illustrato anche nel documento agli atti, il MiCAR introdurrà un passaporto per le offerte di *crypto asset*, ossia nuovi prodotti atipici emessi sfruttando una tecnologia, la DLT, con peculiarità e complessità proprie. Alcune categorie di *crypto-asset* non hanno un valore ancorato ad un sottostante e sono perciò particolarmente volatili: eventi di questi giorni sono noti a tutti.

Inoltre, l'utilizzo della DLT apporta una maggiore disintermediazione negli scambi. Le scelte di *trading* da parte di soggetti privi di particolare esperienza in campo finanziario e tecnologico risultano più esposte ad aggressive attività di *marketing*. Campagne promozionali scorrette possono incentivare la conclusione di operazioni non nel miglior interesse del risparmiatore e un "effetto gregge" che aumenta volatilità e rischio di manipolazione del mercato.

La complessità che ne deriva deve essere controbilanciata con un rafforzamento della tutela dei risparmiatori. In particolare penso a:

- **Poteri minimi omogenei delle Autorità nazionali.** Andrebbero introdotte anche a livello europeo adeguate misure di contrasto all'abusivismo e alle attività fraudolente svolte sulla rete. Su questo fronte la CONSOB è già da tempo in prima linea, esercitando poteri di oscuramento dei siti internet dove sono offerti prodotti e servizi in assenza delle necessarie autorizzazioni. Nel corso del negoziato MiCAR si sta discutendo proprio del rafforzamento dei poteri minimi da accordare alle Autorità nazionali, incluso quello di oscuramento dei siti. La CONSOB può e deve fungere da modello per altre autorità omologhe in UE.
- **Tutele in fase promozionale.** In CONSOB crediamo sia giunto il momento di prendere in considerazione l'introduzione di presidi più stringenti già nella fase promozionale, anche *on-line*, in particolare quando si ha a che fare con prodotti atipici e più difficili da comprendere. Mi riferisco ad esempio all'opportunità di vietare campagne pubblicitarie quantomeno in assenza di un *white paper* e di presidi di trasparenza. Se non sarà prevista una soluzione a livello UE, ad esempio in MiCAR, andrebbero valutate misure nazionali, che valgano a proteggere i risparmiatori italiani. Sarebbe un modo di rendere attuale il dettato dell'art. 47 della Costituzione.
- **Educazione finanziaria.** Altro aspetto di rilievo è favorire una partecipazione consapevole al mercato tramite idonee iniziative di educazione finanziaria. I recenti eventi – ad esempio il caso *Gamestop* – indicano il nuovo ruolo che la comunicazione *social* sta rivestendo sul mercato finanziario. Bisogna attivarsi tramite nuovi canali di educazione finanziaria, inclusa la rete, in modo da arrivare proprio a quegli investitori che nei *social* hanno trovato una nuova modalità di partecipare attivamente al mercato finanziario

2.4 Centralità della sicurezza cibernetica

Nel nuovo mercato digitale – in un mercato cioè non solo dematerializzato, ma dove gli strumenti finanziari sono rappresentati esclusivamente da codici crittografici irripetibili – non ci può

essere fiducia senza sicurezza cibernetica. E la sicurezza cibernetica di questo mondo è diversa da quella della finanza tradizionale perché è decentrata, come sono decentrati gli scambi.

Ecco perché con DORA il legislatore interviene a razionalizzare e armonizzare la gestione dei rischi ICT delle entità finanziarie, imponendo *test* avanzati di resilienza dei sistemi nonché obiettivi di risultato in capo agli enti finanziari; ciò determina, tra l'altro, nuove responsabilità e *skills* in capo alle Autorità di vigilanza chiamate a “validare” l'esatto *scope* di tali *test* e i *report* e i *remediation plan* prodotti dalle entità finanziarie in esito agli stessi.

Di fronte alle nuove regole europee la domanda di servizi legati alla sicurezza non potrà che aumentare e questo spinge a riflettere con urgenza sulla necessità di adeguare la futura domanda di questi servizi all'attuale offerta nazionale.

Con DORA sono inoltre conferiti alle Autorità di vigilanza finanziaria poteri di sorveglianza sui rischi dovuti alla dipendenza delle entità finanziarie da fornitori terzi di servizi: per questi viene previsto un sistema di *oversight* centralizzato a livello dell'Unione europea, i soggetti devono risiedere in UE e il presidio regolatorio e di vigilanza interviene sin dalla stipula dei relativi contratti di fornitura con le entità finanziarie, disciplinando finanche le fasi di esecuzione e conclusione dei contratti stessi.

Inoltre, la vigilanza UE è svolta da un c.d. *Lead Overseer*, un'Autorità capofila, rimanendo in capo all'Autorità competente di settore la vigilanza sull'entità finanziaria che ricorre a tali servizi.

Si discute ora se tale Autorità capofila debba coincidere con l'Autorità Bancaria Europea (EBA). In questo caso occorrerà che l'architettura dell'*oversight* europea e nazionale garantisca in maniera chiara e puntuale il diretto coinvolgimento della CONSOB quale capofila per la vigilanza sulle infrastrutture di mercato.

3. Conclusioni

3.1 Due spunti per non perdere di vista il quadro generale

La logica “a piattaforma”...

Il mercato si sta muovendo verso logiche di piattaforma, che determineranno necessariamente un ripensamento delle regole. Questa evoluzione è ben presente alle Autorità europee. Non è un caso, infatti, che nella *call for evidence* sulla *Digital Finance*, lanciata da ESMA il 25 maggio scorso sono richiesti *feedback* da tutte le parti interessate su tre aspetti chiave che stanno caratterizzando il sistema finanziario:

- la crescente frammentazione/non integrazione delle catene del valore nel sistema finanziario come conseguenza del fatto che le entità finanziarie si affidano sempre più a terzi per la fornitura dei loro servizi e che le società tecnologiche supportano sempre più la fornitura di servizi finanziari;
- il ruolo crescente delle piattaforme digitali e l'aggregazione in esse di diversi servizi finanziari;

- la presenza dei cd. “gruppi di attività misti”, che forniscono servizi finanziari e non finanziari.

L’obiettivo della *call for evidence* è quello di mappare la dimensione dei fenomeni e delle tecnologie utilizzate per capire quanto l’attuale assetto normativo e di vigilanza siano in grado di catturarli.

Il rischio è quello di non cogliere tempestivamente le nuove evoluzioni di mercato, continuando ad esercitare una vigilanza per settori e per aree geografiche, potenzialmente inadeguata rispetto alla nuova morfologia del sistema finanziario tutto.

Il caso *Wirecard* rappresenta un monito per tutti.

... e riflessi sulle architetture di vigilanza.

L’evaporazione dei confini tra il *Fin* ed il *Tech* impone la riflessione circa la perdurante attualità del vigente assetto di vigilanza per soggetti e per settori, in favore di uno per attività e funzioni, basato ad esempio su due soli pilastri (stabilità finanziaria e riserve di capitale da una parte, condotta e mercati dall’altra: cd. modello *twin peaks*).

Segnali della necessità di superare gli attuali assetti, ad esempio in termini di accentramento, si colgono non a caso in DORA (cfr. il nuovo modello di vigilanza sui TPPs).

3.2. Necessità di rafforzare la vigilanza

La digitalizzazione rende altresì necessario attrezzarsi, investendo in persone, mezzi, conoscenza. Per quanto attiene le risorse umane, le Autorità devono ampliare la disponibilità di profili cd. STEM (*Science, Technology, Engineering and Mathematics*).

Un rafforzamento strutturale delle risorse a disposizione della CONSOB appare non più dilazionabile.

3.3. Urgenza di definire il quadro normativo nazionale

Concludo con la questione che riveste massima rilevanza per il decollo della finanza digitale italiana.

Una delle principali novità del pacchetto digitale è la possibilità di emettere e negoziare strumenti finanziari digitalmente tramite DLT. Ora, la disciplina UE non tocca gli aspetti più squisitamente civilistici e di diritto societario, essendo questi rimessi al legislatore nazionale. Conseguentemente spetta allo stesso legislatore nazionale introdurre nel proprio ordinamento la cornice normativa atta a permettere l’emissione e la circolazione di strumenti finanziari in forma digitale.

Su questo fronte, in altri ordinamenti ci si è già mossi per tempo. Francia, Germania ma anche Lussemburgo, Lichtenstein e Svizzera hanno emanato un’apposita cornice normativa per l’emissione e la circolazione in DLT.

Il mercato nazionale si sta preparando per questo salto proprio in vista delle nuove regole UE, al fine di sfruttarne al meglio le opportunità. Si pensi alla recente emissione obbligazionaria su *blockchain permissionless Ethereum* effettuata dalla Banca Europea per gli Investimenti in collaborazione con Société Générale e la Banca di Francia. Non a caso, si tratta di un'operazione disciplinata dal diritto francese, poiché in Francia vige da anni un quadro giuridico *ad hoc* sui titoli registrati in DLT.

In questa competizione tra ordinamenti è bene che l'Italia si posizioni quanto prima, con un'impostazione capace di offrire fiducia e di attrarre, con la fiducia, risorse e investitori. È certamente interesse del regolatore nazionale che si stabiliscano anche sul mercato italiano le infrastrutture e gli attori di questo nuovo mondo della finanza digitale: penso in particolare a *exchanges* e *wallet providers*.

Occorre quindi introdurre al più presto un nuovo quadro normativo che, modificando il codice civile ed il TUF, preveda uno specifico regime per l'emissione e circolazione dei titoli in forma digitale. Questo tassello nazionale è una *conditio sine qua non* per costruire un mercato attrattivo e affidabile.

L'inerzia in questo contesto non è un'opzione: senza un'adeguata e tempestiva cornice giuridica verremmo relegati a mero mercato di sbocco, senza fruire dei benefici del nuovo sistema. Ed il tempo di questi nuovi mercati è dettato dall'effetto rete e dalle dinamiche di piattaforma, che quindi conducono – soprattutto per le nuove infrastrutture – alla veloce nascita di monopoli naturali. Il vantaggio per i *first mover* è determinante.

CONSOB ha approfondito questo aspetto ed è pronta ad un confronto sia con le istituzioni che con il mercato.

* * *

In conclusione, le nuove regole europee sulla finanza digitale rappresentano un *big bang* al quale bisogna dare una tempestiva risposta di sistema. Occorre cogliere l'occasione poiché, come disse lo scrittore austriaco Franz Werfel¹: “*zwischen zu früh und zu spät liegt immer nur ein Augenblick*”².

¹ Cit.: “*Jacobowsky und der Oberst. Komödie einer Tragödie in drei Akten, 1941/1942. Des zweiten Aktes erster Teil. Marianne*”.

² Trad.: “*tra troppo presto e troppo tardi c'è sempre solo un batter d'occhio*”.