

LE INIZIATIVE REGOLAMENTARI PER IL FINTECH: A CHE PUNTO SIAMO?

Università degli Studi dell'Insubria
Laboratorio di Finanza Digitale

4 maggio 2021

Intervento del Dott. Paolo Ciocca – Commissario CONSOB

1) **Introduzione**

Nel corso dell'intervento odierno, incentrato sulle iniziative regolamentari nel campo Fintech, intendo affrontare quattro aree che ritengo sostanziali. Inizierò con un richiamo agli obiettivi del *Digital Finance Package* adottato dalla Commissione europea il 24 settembre 2020¹. Farò il punto sullo stato dell'arte delle discussioni in corso e delle principali questioni aperte presso le istituzioni europee. A seguire vorrei svolgere alcune considerazioni generali e concludere evidenziando rischi e opportunità offerte dai nuovi scenari.

2) **Il nuovo pacchetto per la finanza digitale**

Con riferimento al pacchetto per la finanza digitale, mi limito a menzionare alcuni passaggi fondamentali. Riguardo gli obiettivi, il *Digital Financial Package* risponde a quattro priorità:

- rimuovere la frammentazione del mercato unico digitale nell'ambito dei servizi finanziari, permettendo l'accesso transfrontaliero mediante passaporto;
- 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.

¹ Il *Digital Finance Package* comprende la *Digital Finance Strategy* e la *Retail Payment Strategy*, oltre a quattro proposte legislative: il Regolamento MiCA, il Regolamento *pilot regime*, la Direttiva che modifica le direttive 2006/43/CE, 2009/65/CE, 2009/138/UE, 2011/61/UE, UE/2013/36, 2014/65/UE, (EU) 2015/2366 e UE/2016/2341 e il Regolamento sulla resilienza operativa digitale per il settore finanziario che modifica i Regolamenti (CE) 1060/2009, (UE) 648/2012, (UE) 600/2014 e (UE) 909/2014.

Il blocco di proposte legislative della Commissione europea, che si muove in questa direzione, si compone di regolamenti “verticali” quali MiCA e Pilot; e un regolamento “orizzontale”, DORA, sulla *cyber security*. Da ultimo, segnalo il regolamento sull’intelligenza artificiale, che contiene disposizioni di rilievo anche per i mercati finanziari.

Per quanto riguarda MiCA la proposta mira a introdurre una disciplina *bespoke* del mercato dei *crypto-asset* diversi dagli strumenti finanziari. Gli aspetti fondamentali sono:

- una definizione comune di *crypto-asset*, con un approccio, per così dire, *catch all*, anche in funzione antielusiva;
- la passaportazione delle offerte previa notifica di un *white paper*, nonché un regime di autorizzazione dei *service provider* (MiFID-like);
- regole per l’integrità del mercato (MAR-like);
- una disciplina più stringente degli *stablecoins*, ossia in gergo europeo degli *asset reference token* (ART), e degli *e-money token*, con una vigilanza dell’EBA su quelli significativi e un coinvolgimento forte della BCE;
- una disciplina unica delle esenzioni, ossia di ciò che non rientra in MiCA.

L’obiettivo del Regolamento Pilot è costruire, invece, una sperimentazione che permetta alle autorità nazionali, coordinate dall’ESMA, di accordare deroghe mirate a una disciplina UE pensata prima dell’avvento della DLT. Tramite il regime Pilot si potranno perciò testare nuovi modelli di *business* disintermediati, svolgere su un’unica piattaforma le funzioni di *trading* e *post-trading* e adeguare le attuali norme alle caratteristiche delle infrastrutture distribuite, permettendo la nascita di un mercato secondario degli strumenti finanziari emessi in forma di *token*.

Con riferimento al Regolamento DORA, l’iniziativa tende spesso a essere relegata ai tecnici. Ritengo sia un errore: il Regolamento merita di essere portato al centro dell’interesse dei regolatori e di chi si occupa di finanza, altrimenti si perde di vista il quadro complessivo.

DORA ha l’obiettivo di innalzare gli standard di sicurezza cibernetica in tutta l’Unione europea, ampliando il perimetro del concetto di mondo finanziario: in DORA il mondo finanziario viene definito in modo ampio, comprendendo anche i servizi di *audit*.

Il Regolamento introduce, inoltre, requisiti di *governance* e gestione del rischio ICT, nonché un sistema armonizzato delle notifiche dei *major ICT-related incident*. È prevista una responsabilizzazione dei soggetti nella definizione delle misure e del grado di sicurezza desiderato. L’approccio implica un’attività di *compliance* non di tipo *box ticking*, ma orientata al risultato. È un approccio condivisibile, che implica una capacità particolarmente avanzata d’intervenire e verificare la *cyber security*. È previsto un obbligo di svolgimento dei c.d. *penetration test*, supervisionato dalla autorità di settore. Altra novità di rilievo è la vigilanza sull’*outsourcing* di servizi critici, per esempio il *cloud*, ma non solo. Si tratta di uno sviluppo non esclusivamente legato alla *cyber security* e che induce a riflessioni strutturali sul nuovo concetto di “fiducia” nel mondo della finanza digitale.

3) Stato della discussione: le questioni aperte

Inquadrato il contesto di riferimento, vorrei soffermarmi sulle principali questioni aperte.

1. Il Regolamento Pilot apre alla sperimentazione in ambiente controllato sul mercato secondario. Data la sua natura sperimentale, è importante che il nuovo regime pilota non nasca eccessivamente limitato e soprattutto non sia chiuso sotto il profilo dei potenziali partecipanti. La proposta originaria impone restrizioni che rischiano di frustrare le opportunità offerte dai modelli di *business* e tecnologici più innovativi come, ad esempio, quelli legati all'utilizzo delle *blockchain permissionless*. È importante che, ferme tutte le garanzie e i presidi del caso, la sperimentazione non si fermi agli *incumbent*, ma includa i *newcomer* e la possibilità di testare le dinamiche offerte dalla c.d. *decentralised finance*. Se la sperimentazione su queste novità venisse preclusa, continueremmo a restare intrappolati nella perenne rincorsa del mercato, che sappiamo andare ormai molto veloce. Bisogna acquisire maggiore proattività ed evitare che approcci troppo restrittivi creino incentivi non voluti, quali spinte alla delocalizzazione o a modelli di *business* costruiti su “aree grigie”, con arbitraggi regolamentari e rischi per investitori e mercato.
2. Diventa fondamentale individuare il corretto centro d'imputazione per le attività automatizzate e imporre la pubblicazione del *white paper* anche in caso di *crypto-asset* già in circolazione ma privi di *white paper* conforme a MICA, in quanto emessi prima dell'applicazione delle nuove regole. Serve perciò una disciplina adeguata delle offerte e delle rivendite successive. L'obiettivo è garantire sempre adeguata trasparenza riguardo ai progetti finanziati e ai soggetti che raccolgono risorse sul mercato unico. I *gap* sono pericolosi. Nel corso del negoziato legislativo la questione è stata opportunamente discussa e sono state proposte soluzioni interessanti.
3. Altro profilo di attenzione è il rischio di arbitraggi tra regolamentazioni. Manca in UE una nozione pienamente armonizzata di strumento finanziario, eppure è proprio tale nozione che indirizza verso l'una disciplina (MICA), o l'altra (MiFID/Pilot, Prospetto, ecc.). È fondamentale prestare particolare attenzione su questo aspetto, in ragione delle numerose ricadute che comporta. Diventa perciò di assoluto rilievo favorire una convergenza massima sulla corretta interpretazione da dare alla definizione di strumento finanziario in ciascuno Stato membro. La questione è di rilievo sia in sede di negoziato legislativo, sia nella fase successiva di applicazione della normativa.
4. In Pilot e Mifid manca una disciplina dei *custodial wallet*, presente solo nella proposta MiCA. Su questo tema, considerata la rilevanza del servizio di “tenuta delle chiavi”, è opportuno invece seguire un approccio orizzontale, che valga per tutti gli *asset* digitali, inclusi i *security token*, evitando *vulnus* nella disciplina.
5. Inoltre, per permettere alla finanza digitale di decollare è urgente definire anche il quadro nazionale, non toccato dal pacchetto di proposte legislative unionali. Mi riferisco in particolare alla necessità d'introdurre una cornice legislativa nazionale per l'emissione e la circolazione dei valori mobiliari digitali, quali azioni, obbligazioni e quote di srl, alternativa alla

dematerializzazione e gestione accentrata. Toccando profili civilistici, questa porzione della disciplina è squisitamente nazionale; essa rappresenta la preconditione stessa per l'avvio del mercato. Questa cornice normativa andrebbe costruita in forma modulare, per *building blocks*, ossia partendo al più presto con i titoli non quotati, per includere successivamente i titoli negoziati su sedi regolamentate, in vista e in preparazione del Pilot europeo. Su questo tema complesso la Consob ha già svolto delle riflessioni; stiamo valutando come, da un punto di vista tecnico, sarebbe auspicabile procedere.

Al riguardo, un passaggio chiave è fissare per legge, seppur nel rispetto della neutralità tecnologica (punto di partenza di MiCA e dell'approccio europeo), i principi alla luce dei quali il regolatore deve verificare l'affidabilità del registro per le emissioni digitali. Nello svolgere questo esercizio abbiamo ragionato su alcuni punti di fondo, su alcuni obiettivi e funzionalità imprescindibili. Al momento ne abbiamo individuati cinque: integrità, non ripudiabilità, autenticità, non duplicabilità e validità delle scritturazioni. Sono l'essenza stessa della DLT, diversa da altri sistemi di registrazione.

Alla parte civilistica dovrebbe accompagnarsi anche una parte pubblicistica, di presidio in capo all'autorità di regolazione.

Di certo la discussione è aperta, ma è importante introdurre al più presto questo tassello nazionale. È urgente perché, in assenza, finiremmo nel paradosso di aprirci con MICA alla passaportazione di *asset* atipici dall'estero senza essere in grado di emettere - e perciò raccogliere - prontamente risorse per i nostri emittenti. È importante lavorare sin da subito per evitare una situazione di svantaggio competitivo.

Le nuove regole sulla finanza digitale rappresentano un *big bang* al quale bisogna dare una risposta di sistema tempestiva, per assicurare anche ai nostri operatori di poter profittare del nuovo mercato. Altri grandi paesi dell'Unione si stanno già organizzando in questo senso. Si pensi ad esempio all'emissione della BEI sostenuta dalla Francia in questi giorni. È un chiaro segnale che il mercato sta partendo.

6. Da ultimo, vorrei sottolineare alcuni aspetti fondamentali sul DORA. Anzitutto, DORA chiude orizzontalmente il mercato digitale. L'Europa vuole nel mondo digitale un livello elevato di sicurezza. Questa ambizione ha anche un forte impatto in termini geopolitici. Senza sicurezza la finanza digitale non può svilupparsi, mancherebbe la fiducia necessaria. A livello nazionale bisogna riflettere sull'attuale mancanza di offerta di servizi di *cyber security* su questa scala. Di fronte alle nuove regole europee la domanda di servizi legati alla sicurezza non potrà che aumentare e bisogna essere pronti a fronteggiare tale richiesta.

In secondo luogo, DORA rivoluziona gli approcci di vigilanza sui *third parties service provider*, incluso nel *cloud*. La discussione che si sta sviluppando è su un modello di *oversight* centralizzato a livello UE. Gli assetti istituzionali sono oggetto di negoziato: è in corso di definizione l'individuazione dell'autorità europea che se ne dovrà occupare. Non mi sento di commentare

se sia opportuno o meno accordare questo ruolo all'Eba, che sarebbe nuova a questo tipo di funzioni, o ad altre. Vedremo quali saranno gli esiti del confronto tra le istituzioni dell'Unione.

A prescindere dal risultato della discussione europea, resta fermo che la *cyber security* sugli intermediari è diversa dalla *cyber security* sulle *trading venue*. Abbiamo toccato con mano questa diversità anche in recenti esercitazioni in ambito G7, che hanno messo in evidenza le differenze in termini di impatto degli attacchi (anche solo percepiti) sui mercati rispetto a quelli sugli intermediari. Sui mercati la propagazione è istantanea, non segue la propagazione tecnica; sugli intermediari è differente.

Pertanto, seppure dovesse essere individuata un'autorità unica europea, bisognerà tener presente che ci sono competenze nazionali già definite riguardo *trading venue* e intermediari. Consob dovrà preservare la propria *leadership* per la parte *trading venue*, in quanto già di propria esclusiva competenza.

4) Spunti di riflessione

Alzando lo sguardo ai profili di sistema, sollevo tre ulteriori spunti di riflessione.

1. Il pacchetto Pilot, MiCA e DORA va letto congiuntamente alla 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. È proprio questo, a ben vedere, il grande tema toccato dal Regolamento DORA, non a caso citato nella Comunicazione. Tra le questioni strategiche la Commissione europea menziona naturalmente anche l'euro digitale e il ruolo dello stesso nello sviluppo dei mercati digitali. È evidenziata altresì la necessità di salvaguardare l'autonomia delle infrastrutture, anche di mercato.

La Comunicazione fornisce perciò una chiave di lettura chiara sulle ragioni e le ambizioni sottese al DORA, che è inquadrato come un pezzo fondante del mercato unico digitale e della connessa disciplina regolatoria verticale. È un biglietto da visita che lancia una immagine forte dell'Europa ed esplicita il peso accordato alla salvaguardia della resilienza operativa delle infrastrutture di mercato. Non mi spingo a dire che DORA è un nuovo strumento di *lawfare*, così come fu il GDPR, ma per certi versi aspira ad esserlo.

C'è un'ambizione globale, che però è espressa in un contesto e in un momento in cui l'Unione ancora non ha campioni capaci di competere su questi fronti con i giganti statunitensi e asiatici. È noto come, ad esempio, sul *cloud* i massimi esponenti non siano operatori europei. Lo strumento regolatorio armonizzato e la vigilanza centralizzata giocano perciò un ruolo essenziale.

2. Rispetto all'intelligenza artificiale si osserva un'accelerazione sul mercato UE, non solo con riferimento all'*high frequency trading* e al *robot advice*, ma anche alla *data analytics* e alla profilatura dei

clienti. Gli investimenti messi in campo sono rilevanti. Ci sono settori come l'antiriciclaggio e la ricerca delle frodi che già da tempo sfruttano le potenzialità dell'IA e dell'automazione. Vedremo se in questo ambito l'Unione riuscirà a sviluppare sufficientemente in fretta attori in grado di confrontarsi con USA e Cina.

3. Ultimo punto. Come ho detto, l'Europa, che per il momento grandi campioni non ne ha, tende a competere sul fronte regolatorio. Con il GDPR la competizione sulla regola funziona. Nel caso dell'IA la questione mi sembra più complessa. Vedremo se i recenti regolamenti illustrati porteranno ai rafforzamenti necessari.

5) Rischi e opportunità da questi nuovi scenari

Volgo alle conclusioni. Questi elementi di accelerazione sui mercati globali sono forieri di numerosi rischi e altrettante opportunità. Citerò in rassegna alcuni spunti di riflessione.

1. Il primo rischio sta nell'aumento della complessità insita nella finanza digitale; questa maggiore complessità va controbilanciata con un rafforzamento della tutela dei risparmiatori. Credo sia giunto il momento di anticipare il momento della tutela alla fase della pubblicità, in particolare quando si ha a che fare con prodotti atipici o più difficili da comprendere. Ci sono ordinamenti che già lo fanno. Penso, ma è solo un esempio, a quello francese, che vieta la pubblicità *online*, sia in via diretta che indiretta, a investitori al dettaglio in relazione a contratti finanziari considerati speculativi e rischiosi. Lo stesso approccio potrebbe essere adottato con riguardo ai *crypto-asset* diversi dai valori mobiliari. Sarebbe un modo di rendere più attuale l'art. 47 della Costituzione.
2. Un secondo pensiero si lega al caso *Gamestop*, che ci insegna come la rete di connessione sociale sia in grado di creare un'onda sul mercato: un'onda reale, effetto di una connessione virtuale. Allo stesso tempo sappiamo quanto è facile manipolare l'informazione sui *social* anche in modalità automatizzata. Il rischio sistemico emerge dalla la somma delle due componenti, e può originare da speculatori o da altri soggetti, ad esempio statuali, anche attraverso *proxy*. Si tratta di un nuovo rischio sul mercato, che si manifesterà secondo modalità e scala nuove.
3. Terzo rischio: il perimetro del Fin e del Tech. Vediamo una crescente evaporazione dei confini tradizionali. Ragionando sulla velocità dell'evoluzione tecnologica alla quale stiamo assistendo e alle possibili applicazioni dell'IA, vedo un effetto di spiazzamento degli operatori di minori dimensioni, anche per effetto del carattere naturalmente oligopolistico dell'IA. Ciò determina l'affidamento a *provider* tecnologici esterni anche per lo svolgimento di servizi *core*. Le nuove logiche di "piattaforma" implicano la necessità di una revisione del perimetro della regolamentazione. In questo ribaltamento dei rapporti di forza, il tradizionale modello dell'*outsourcing* rischia di non funzionare più nel senso voluto; c'è una sempre maggiore preminenza del fornitore esterno di servizi rispetto al soggetto vigilato. Bisogna allora riflettere sui perimetri di regolamentazione per evitare "aree grigie". Questo è il nuovo mondo rispetto al

quale bisogna testare e tarare nuove regole per rispondere alle evoluzioni in corso. Il caso *Wirecard* rappresenta un monito per le comunità dei regolatori. Altrettanto significative sono le recenti decisioni delle autorità cinesi, che hanno scelto di ricondurre sotto un ombrello regolatorio proprio i soggetti tecnologici; il fatto che ciò sia avvenuto laddove la convergenza tra finanza e innovazione tecnologica avanza più velocemente è significativo.

Alla luce di queste dinamiche, ritengo perciò particolarmente opportuna la scelta di accentramento della vigilanza sui grandi *service provider* prospettata da DORA.

Tuttavia questo stesso approccio, basato sulla dimensione del soggetto, potrebbe non essere altrettanto efficace quando l'esternalizzazione riguarda attività *core*. Mi riferisco al fatto che quando l'*outsourcing* riguarda funzioni critiche, di fatto il rischio non è legato alla dimensione del soggetto su cui si esternalizza, ma anche sul "cosa" si esternalizza e sulla capacità di monitorare e intervenire in tempo.

Come noto, sul tema delle c.d. dinamiche di piattaforma la Commissione europea ha chiesto di recente un parere alle autorità europee. È però necessario che le riflessioni in corso si traducano in azioni concrete, velocemente.

4. Vorrei infine concludere con uno sguardo alle opportunità. Queste presuppongono un cambio di paradigma, uno sforzo di sfruttare al meglio l'intelligenza artificiale, facendola evolvere da fonte del problema a parte della soluzione, per anticipare e prevenire la manifestazione dei problemi.

Ad esempio, così come gli intermediari svolgono una accurata profilatura del cliente sfruttando le informazioni in proprio possesso, con le stesse informazioni opportunamente integrate ed elaborate è possibile utilizzare quella profilatura per servire al meglio l'investitore e garantire il rispetto delle regole di condotta. In aree come l'ESG, l'importanza della profilatura tramite servizi avanzati di *data analytics* è assoluta, in quanto occorre elaborare una mole di informazioni qualitative e non strutturate. Anche per il *pricing* la soluzione più efficiente diventa una "macchina" che aiuta a svolgere correttamente analisi e profilature complesse. Si tratta di soluzioni che il mercato sta già iniziando a offrire e sono convinto che nuovi soggetti comunitari si proporranno per questo servizio. Il tempo a disposizione per accelerare è poco, forse più breve di quello che pensiamo.