



## **Finanza digitale: cripto asset, euro digitale e strumenti finanziari digitali**

*Silvia Attanasio - David Sabatini*

Convegno Confindustria  
«Finanza digitale: prospettive e opportunità per le imprese»

14/12/2021

---

# Cripto asset e Euro digitale

# Euro digitale: cosa è e che benefici può portare

## COSA È

L'**Euro digitale** è una passività di banca centrale resa disponibile in formato elettronico per l'uso nei pagamenti al dettaglio.

## BENEFICI

La moneta pubblica deve mantenere il suo ruolo di *ancora monetaria*, anche nell'era digitale:



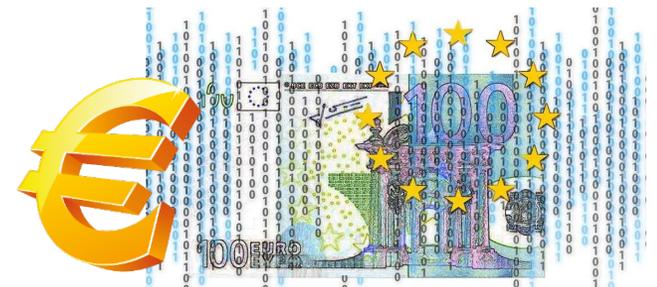
- mantenendo l'accessibilità e la fruibilità della moneta della banca centrale come mezzo di pagamento, evitando che i cittadini abbiano accesso solo a forme private di moneta digitale;



- contribuendo all'autonomia strategica e all'efficienza economica dell'UE.

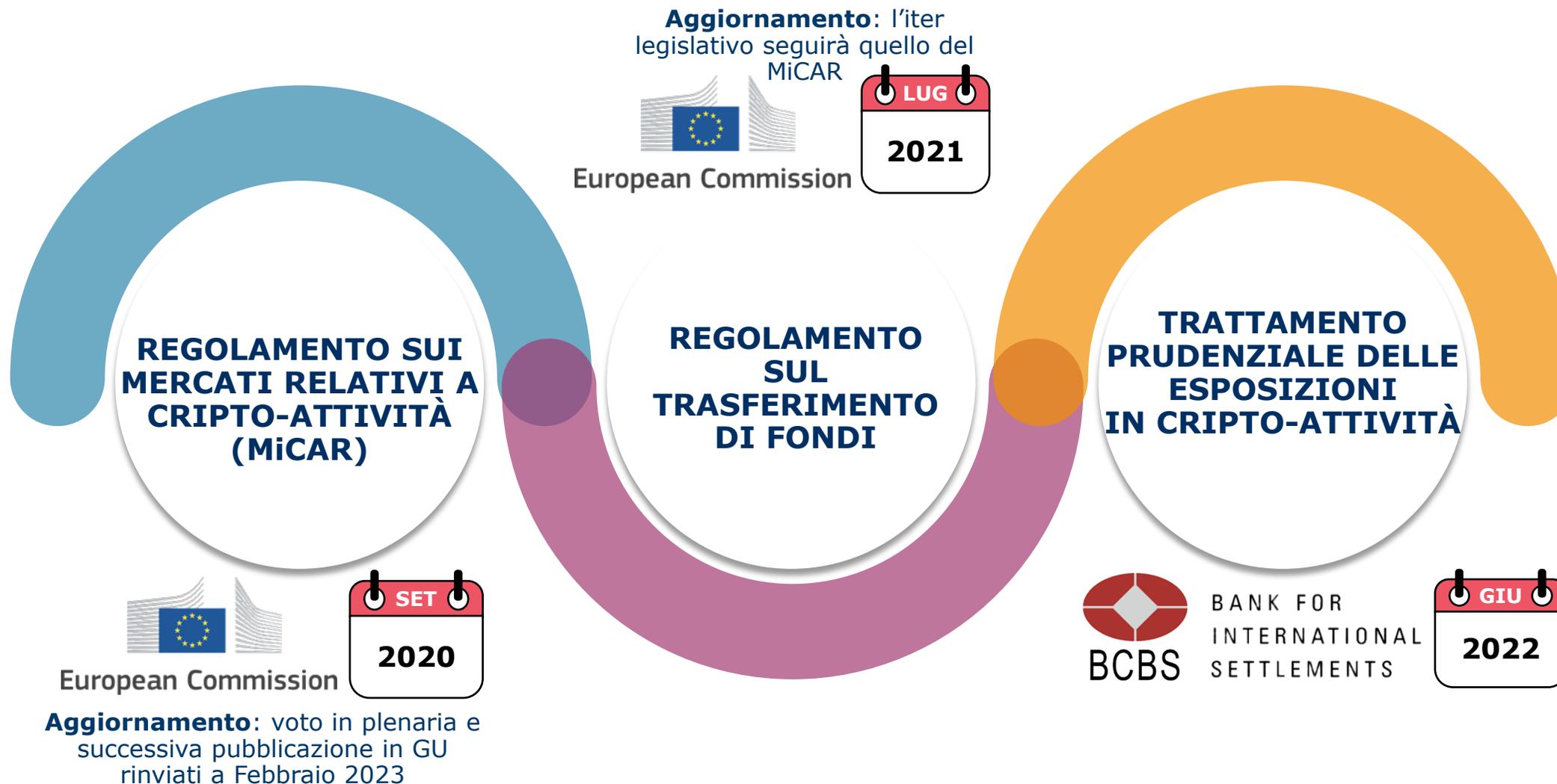


**Presupposto di base:** mantenere accesso del pubblico e piena utilizzabilità della moneta di banca centrale in un mondo sempre più digitalizzato.



# Crypto-asset – proposte normative

Le crypto-attività sono ad oggi prive di una regolamentazione adeguata. Il regolatore europeo e gli organismi internazionali si sono attivati per cercare di portare questi strumenti all'interno di una cornice regolamentare ad-hoc.



\* Date si riferiscono alla pubblicazione delle proposte

# Markets in crypto-asset Regulation (MiCAR) – testo CE

**Asset-referenced token:** una stablecoin che utilizza qualsiasi valore o diritto come riferimento.

**e-money token:** stablecoin che utilizza solo una unica valuta in corso legale come riferimento.

Oltre alla definizione generale di crypto-attività, il presente regolamento distingue tre sottocategorie di crypto-attività soggette a requisiti specifici

**«Other than» token:** Categoria che include tutti gli altri crypto-assets che non sono asset-referenced token o e-money token. Può comprendere anche gli utility token la cui primaria è quella di fornire l'accesso digitale ad un'applicazione o servizi su DLT.

## OGGETTO DEL REGOLAMENTO

Disciplina gli emittenti di crypto-asset imponendo loro il rispetto delle disposizioni generali tra cui obblighi di pubblicazione di un whitepaper, requisiti patrimoniali e di governance, e specifiche a seconda della categoria a cui l'emissione fa riferimento (ad esempio regole specifiche per gli asset-referenced token riguardanti le attività mantenute in riserva).

## DEFINIZIONE

## IMPORTANZA SISTEMICA

Asset-referenced token ed e-money token potrebbero essere considerate di importanza sistemica e, considerata la loro natura e i rischi connessi specifici da un loro utilizzo diffuso su larga scala, ai loro emittenti vengono imposti requisiti più stringenti.

## AUTORITÀ DI VIGILANZA

Definizione chiara dei poteri di vigilanza delle autorità competenti, quelli in capo ad ESMA, ad EBA e alla cooperazione tra queste.

## CASP

I servizi che hanno ad oggetto beni virtuali devono essere forniti solo da una persona giuridica che ha una sede legale in uno Stato membro e che è stata autorizzata come crypto-asset service provided (CASP) dall'autorità competente dello Stato membro in cui si trova la sua sede legale.

~~Central Bank Digital Currency~~

~~Strumenti finanziari e altri strumenti già normati~~

# Comunicazione della Banca d'Italia in materia di crypto-attività

Lo scorso 15 giugno la Banca d'Italia ha pubblicato una Comunicazione in materia di crypto-attività e tecnologie decentralizzate (cosiddette *distributed ledger technologies*, DLT) nella finanza.

Come indicato nella Comunicazione, la Banca d'Italia intende conseguire due obiettivi:

- in primo luogo, richiamare l'attenzione degli intermediari vigilati, dei soggetti sorvegliati e di tutti coloro che operano a vario titolo negli ecosistemi decentralizzati, anche solo come utenti, **sulle opportunità e sui rischi connessi all'uso di tali tecnologie nella finanza e alle attività e ai servizi relativi alle crypto-attività (emissione, custodia, scambio, prestiti, servizi di pagamento);**
- in secondo luogo, evidenziare alcuni profili rilevanti per la definizione, da parte dei soggetti sopramenzionati, **di presidi volti ad attenuare i rischi derivanti dall'impiego di tecnologie distribuite e/o dall'operatività in crypto-attività.**

Viene **sottolineato da Banca d'Italia come le crypto-attività prive di qualsiasi valore intrinseco**, non riferite ad alcuna attività dell'economia reale o finanziaria (*unbacked crypto-assets*), non possano essere idonee a svolgere una funzione di pagamento, né di investimento, e, per tale ragione, per i rischi che le caratterizzano e per l'assenza di tutele, **il loro utilizzo viene fortemente scoraggiato.**



## OSSERVAZIONI ABI

### Categorizzazione delle crypto-attività

La valutazione negativa delle unbacked crypto-assets, la cui operatività è fortemente scoraggiata, si pone in contrasto con il nuovo regime e presidi formulati dal MiCAR, il quale, al contrario, non prevede limitazioni particolari su alcune tipologie di crypto-attività. Si auspica, in questo senso, l'adozione di un approccio che mutui l'impostazione delineata dalla MiFID, che si basa più su un concetto di "decisione consapevole", piuttosto che sul disincentivo.

### Unbacked vs. backed crypto-asset

Alcune crypto-attività traggono il proprio valore dall'essere a loro volta l'elemento fondante e la "benzina" (intesa come elemento economico volto e idoneo ad incentivare singoli individui ed organizzazioni ad impiegare risorse per mantenere attivi nodi e su cui si basa lo scambio di valore digitale) di ecosistemi decentralizzati e, pertanto, possano essere altresì basate su criteri economici che ne conferiscono valore.

### Omogeneità al quadro di regole europee

Si ritiene fondamentale avere la massima omogeneità al quadro di regole europee che saranno definite dalla prossima entrata in vigore del regolamento MiCAR, evitando che si possa creare frammentazione tra i singoli Stati Membri creando *de facto* un regime nazionale più limitante rispetto a quello in arrivo a livello europeo.

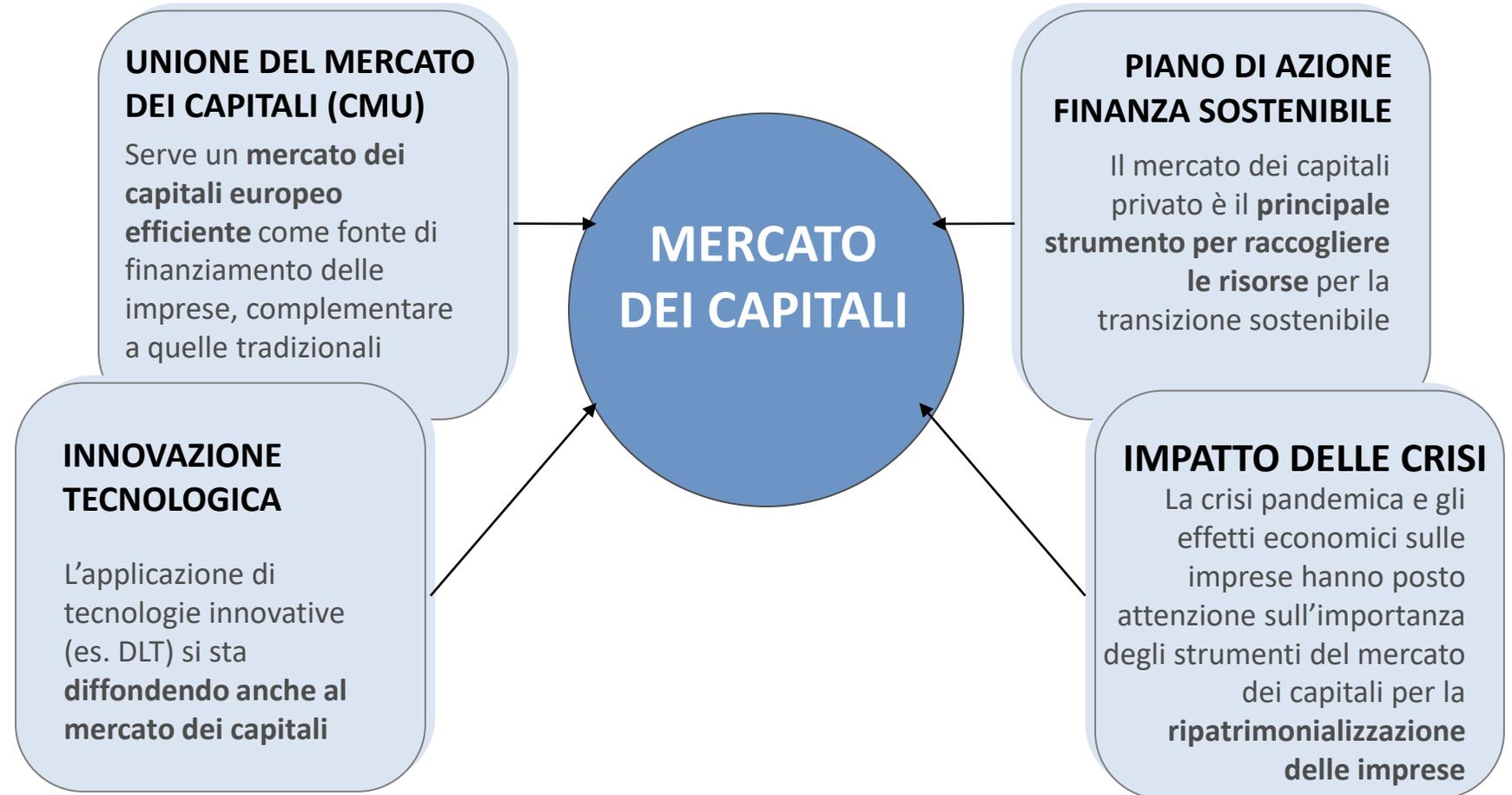
---

# **Il DLT pilot regime e il Mercato dei Capitali digitale**

# Il Mercato dei Capitali europeo in trasformazione

«Le strategie in materia di Unione dei mercati dei capitali, finanza sostenibile, finanza digitale e PMI si rafforzano reciprocamente»

Commissione Europea, Comunicazione al Parlamento e Consiglio del 24.9.2020



# Il Mercato dei Capitali Digitale

Il legislatore comunitario ha **definito un QUADRO REGOLATORIO** che dovrà garantire lo **sviluppo sostenibile di un mercato europeo delle crypto attività**

## MICAR

(MARKETS IN CRYPTO-ASSETS REGULATION)

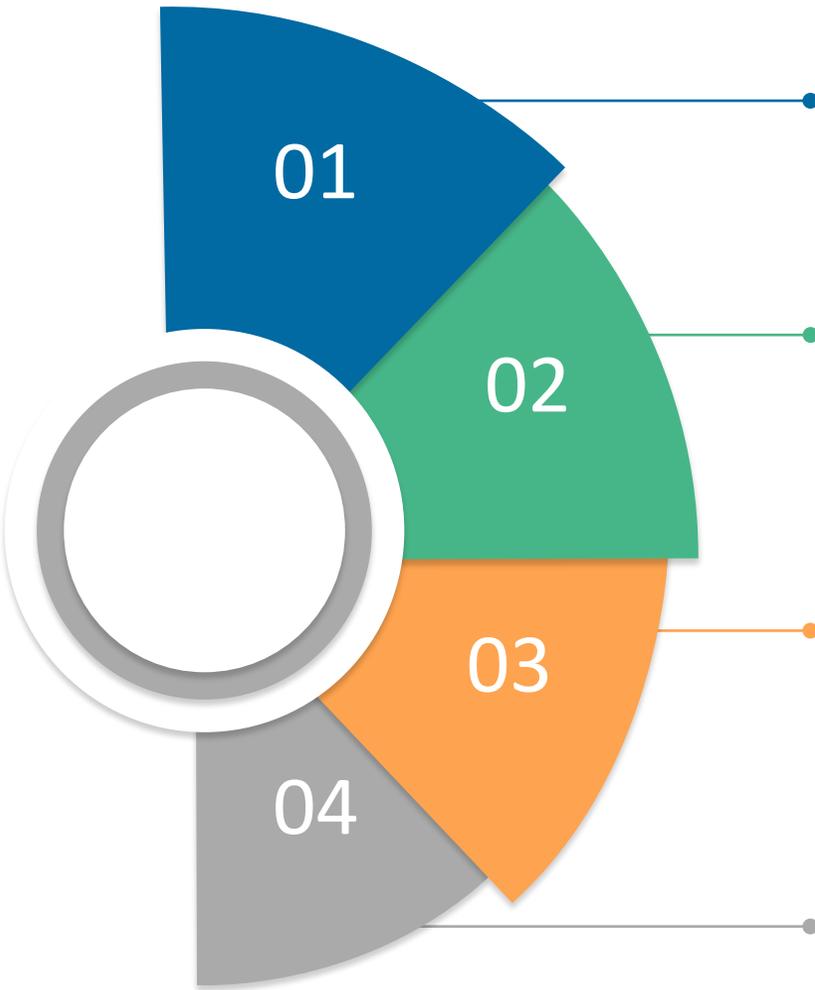
Introduce norme uniformi per quanto riguarda gli obblighi di trasparenza e informativa per l'emissione e l'ammissione alla negoziazione di **cripto-attività, diverse da quelle che rientrano nella definizione di strumenti finanziari, moneta elettronica, depositi o cartolarizzazioni ai sensi della normativa europea già esistente.**

## DLT PILOT REGIME

Definisce un regime giuridico articolato per la quotazione, la negoziazione e il regolamento delle **cripto-attività registrate sulla blockchain che si qualificano come strumenti finanziari.**

**FOCUS: strumenti finanziari emessi in forma digitale (c.d. securities token)**

# Il Mercato dei Capitali Digitale: le linee di sviluppo



**Operazioni di emissione di titoli digitali:** si tratta soprattutto di operazioni di funding di grandi emittenti mediante emissione di bond digitali e che sfruttano una infrastruttura basata su DLT implementata *ad hoc*.

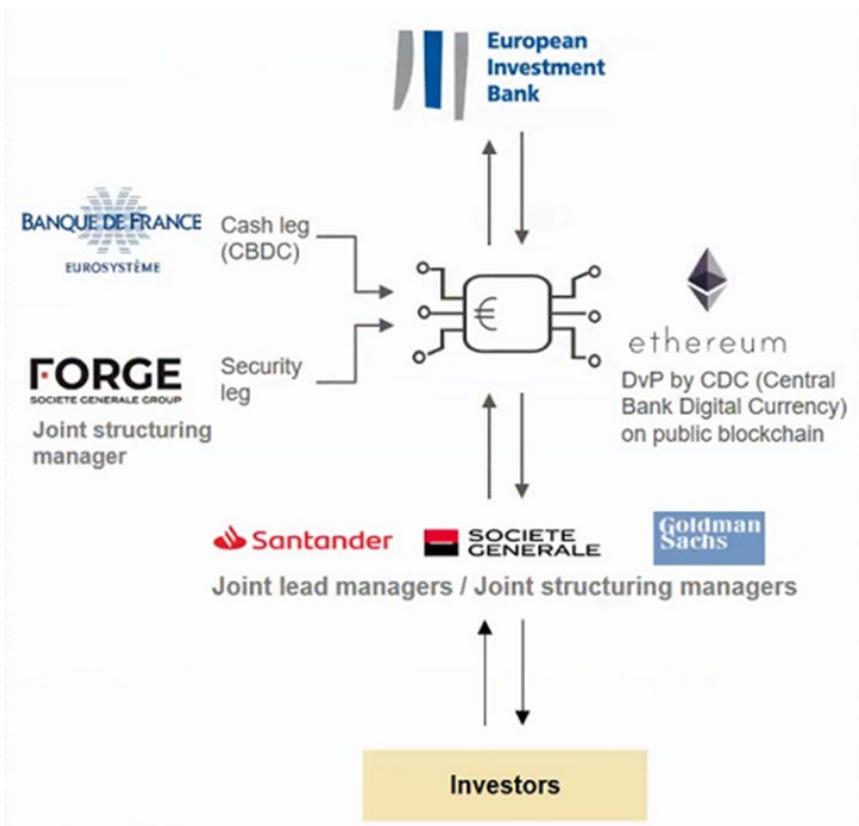
**Piattaforme europee basate su DLT per l'emissione e la registrazione di asset nativi digitali:** tali piattaforme, basate su DLT, hanno la funzione di facilitare l'emissione, il regolamento e la custodia di strumenti finanziari digitali (nativi o *tokenizzati*) soprattutto di PMI che non accedono ai mercati regolamentati tradizionali.

**Servizi digitali agli intermediari:** si tratta di servizi offerti a banche ed altri intermediari per gestire alcuni processi interni che per loro natura ben si prestano ad essere basati su DLT oppure per supportare le banche ad offrire alla propria clientela servizi relativi a asset digitali.

**Servizi di offerta e compravendita di titoli digitali agli investitori:** si fa riferimento a piattaforme digitali dedicate all'investimento in *crypto-asset* e al trading di cripto valute tra le quali spiccano quelle che offrono *token* che costituiscono una rappresentazione digitale di azioni quotate, anche senza avere un quantitativo di tali strumenti posti a garanzia: i c.d. "*Stock Token*".

## Un esempio di securities token

Il 27 aprile 2021, la **Banca Europea degli Investimenti** (Eib) ha lanciato ufficialmente la prima emissione pubblica di obbligazioni digitali su una piattaforma blockchain aperta, sfruttando la tecnologia di registro distribuito per la registrazione e il regolamento del prodotto.



Tecnicamente, si tratta di un **bond zero-coupon «senior unsecured»**, per un valore nominale di 100 milioni di euro e con scadenza a due anni, riservato a investitori istituzionali. Sul piano legale il token è riconosciuto dalla legge francese come una obbligazione a tutti gli effetti in forma dematerializzata e completamente registrata presso il registro dell'emittente rappresentato, in questo caso, dalla Dlt gestita da Société Générale-Forge.

- prima emissione digitale con consorzio di collocamento
- utilizzo della blockchain pubblica Ethereum
- transazioni regolate on-chain dalle banche del consorzio di collocamento nei confronti dell'emittente in Dvp (regolamento T+1) utilizzando la valuta digitale di banca centrale (Cbdc) fornita da Banque de France.
- la partecipazione è stata aperta a investitori istituzionali (fondi e asset manager)
- Fitch ha assegnato un rating Aaa in quanto ha rilevato che il ricorso alla tecnologia sottostante non aggiunge rischio di credito addizionale rispetto a quello riconosciuto a una emissione tradizionale.

## Il DLT Pilot Regime: una sintesi

---

Approccio di tipo “sandbox” – ossia uno **spazio di sperimentazione in ambiente controllato** – che concede deroghe temporanee alle norme vigenti per consentire agli operatori di mercato di sperimentare e di approfondire le conoscenze sull’applicazione pratica della DLT nelle infrastrutture di mercato.

Specifico **regime regolamentare** (condizioni operative, autorizzazione, vigilanza e cooperazione) per le infrastrutture di mercato basate su DLT:

- sistemi multilaterali di negoziazione DLT (“MTF DLT”), vale a dire MTF che ammettono alla negoziazione solo strumenti finanziari DLT;
- sistemi di regolamento titoli DLT (“SS DLT”), sistemi di regolamento che regolano le transazioni in Strumenti Finanziari DLT;
- sistemi di negoziazione e regolamento DLT (“TSS DLT”), nozione che ricomprende i soggetti che offrono al contempo i servizi di MTF DLT e DLT SS.

Regime di **deroghe temporanee** (giustificate e proporzionate) a molteplici aspetti della disciplina vigente (MIFID2 e CSDR)

- Obbligo di intermediazione (MTF DLT e SS DLT)
- Obbligo di segnalazione delle operazioni (MTF DLT)
- Dematerializzazione, ordini di trasferimento e conto titoli (SS DLT)

**Attività di gestione** riservata a impresa di investimento o gestore del mercato (ai sensi MIFID) o Depositario Centrale di Titoli (ai sensi della CSDR)

## DLT Pilot Regime: Spunti di riflessione

---

E' prematuro immaginare **come si svilupperà il mercato dei capitali digitale in base al nuovo quadro regolamentare** (applicabile dal 23 marzo 2023). Possiamo ipotizzare che, visti i requisiti previsti (soggetti tradizionali e applicazione, salvo deroghe, delle norme tradizionali) i soggetti che già gestiscono infrastrutture tradizionali possano avere un vantaggio (con ruolo importante delle partnership tecnologiche con soggetti *newcomer*)

**Neutralità tecnologica del regolamento.** Ma sarà possibile l'interoperabilità tra piattaforme che adottano tecnologie distribuite differenti, tramite meccanismi di iterazione e scambio di informazioni?

**Ruolo degli intermediari.** Vanno sicuramente ripensate, in un'ottica decentralizzata, le modalità con cui essi interagiscono con le infrastrutture DLT e con gli investitori in titoli digitali, anche alla luce del loro ruolo di attuazione dei presidi di *investor protection*.

**Vantaggi per imprese.** La sperimentazione consentirà di capire se la tecnologia DLT applicata alla raccolta di capitale di rischio e di debito aiuta a ridurre/abbattere le barriere con le quali le imprese, soprattutto PMI, devono confrontarsi oggi per accedere al mercato dei capitali.

**Urge una disciplina nazionale** per la circolazione degli strumenti finanziari digitali, senza la quale non potrà essere avviata la sperimentazione

**Assetto futuro post sperimentazione** (tradizionale vs innovativo)