



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

28° CONGRESSO ANNUALE ASSIOM FOREX

Intervento di Alessandra Perrazzelli
Vice Direttrice Generale della Banca d'Italia

Investimenti per lo sviluppo del fintech:
start-up, decentralizzazione, asset tokenization

11 Febbraio 2022

Buongiorno a tutti, ho accettato con molto piacere l'invito ad intervenire a questo seminario che affronta un tema di grande attualità quale quello degli investimenti per lo sviluppo del fintech. Nel corso del mio intervento mi concentrerò in particolare su un settore specifico dell'ecosistema fintech ovvero sulla cd. finanza decentralizzata (*Decentralized Finance* – "DeFi").

Stiamo vivendo un periodo storico complesso con cambiamenti straordinari, caratterizzato da grandi rischi ma anche da numerose opportunità. La pandemia – che ha inciso in modo così profondo sulla vita delle famiglie e sull'attività delle imprese nel corso degli ultimi due anni – ci ha imposto di ripensare e ridefinire comportamenti, regole, modelli organizzativi sia nella sfera privata sia in quella pubblica. Questo processo è stato accompagnato e facilitato dalla tecnologia che ha consentito l'adozione di soluzioni innovative che in alcuni casi rappresentano delle modifiche strutturali rispetto a paradigmi consolidati.

La finanza decentralizzata costituisce un ecosistema emergente di applicazioni e protocolli tecnologici che permettono di ridurre o eliminare l'utilizzo di intermediari o di processi centralizzati nell'offerta o nella commercializzazione di servizi finanziari¹.

Una delle caratteristiche più rilevanti della DeFi è rappresentata dal fatto che le transazioni sono effettuate senza interventi esterni, spesso basandosi su *smart contracts*, ossia codici di programmazione che vengono eseguiti automaticamente al verificarsi di specifiche condizioni.

¹ Financial Stability Board, "Decentralised financial technologies: Report on financial stability, regulatory and governance implications", 2019.

Secondo stime di mercato, alla fine del 2021 il valore degli investimenti a livello globale riconducibili all'ecosistema DeFi ammontava a circa 100 miliardi di dollari ed era cresciuto di quattro volte rispetto all'anno precedente².

Le opportunità per l'ecosistema fintech...

La finanza decentralizzata sta contribuendo a ridefinire il settore finanziario a seguito: i) dell'entrata nel mercato di nuovi operatori; ii) della diffusione di nuove attività; iii) dello sviluppo di nuove soluzioni infrastrutturali.

L'entrata sul mercato finanziario di nuovi operatori (FinTech e BigTech) ridefinisce la concorrenza, sviluppa nuove forme di cooperazione, ridisegna i modelli di operatività, accelera la riconfigurazione di processi e prodotti. Start-up e BigTech si affiancano agli operatori tradizionali seguendo spesso strategie di *co-opetition*: un processo che, coniugando forme di competizione a nuove forme di cooperazione, può semplificare le modalità di accesso ai servizi da parte della clientela, nonché ampliarne e innovarne l'offerta.

Sul fronte delle attività, la tecnologia ha visto nascere nel corso di pochi anni una nuova categoria di *assets*, quelli digitali: è il caso dei cosiddetti token, basati sulle *distributed ledger technologies* (DLT), che possono essere fungibili o non-fungibili, in quest'ultimo caso quali ad esempio opere di ingegno (quadri, libri, etc.).

Una delle caratteristiche principali della finanza decentralizzata è quella della componibilità (*composability*), la quale consente ai partecipanti all'ecosistema di visualizzare e verificare direttamente le transazioni nonché di creare nuovi servizi o sviluppare soluzioni ulteriori per quelli già esistenti, ridisegnando il ruolo delle infrastrutture e le possibili linee evolutive, facilitando e diffondendo il processo di innovazione.

... e i relativi rischi

La rapida crescita della finanza decentrata e la natura open source della tecnologia sulla quale si basa pongono rischi significativi per i singoli operatori e per il sistema nel suo complesso. Vorrei soffermarmi su tre categorie: rischio tecnologico, rischio di perdite di valore (*asset risk*) e rischio di conformità/legale.

L'evidenza empirica mostra che il crescente utilizzo di tecnologie DLT/blockchain comporta un aumento degli attacchi da parte di hackers, perdite dovute a buchi nella rete (cd. *bugs*) o a "congestione" connessa con l'eccessivo traffico. Queste problematiche possono comportare un aumento dei costi delle commissioni per la clientela, ritardare la chiusura e la liquidazione delle transazioni.

In aggiunta al *cyber-risk*, nel corso di questi anni si sono registrati casi di "truffe di uscita" ("*rug pull*"). Si tratta di eventi che si manifestano nel caso di un'offerta iniziale di

² Si riferisce al Total Value Locked (TVL), indice di misura comunemente utilizzato dall'industria. Il valore del TVL può variare in base alla definizione usata dai diversi provider. Financial Stability Board 2021.

cripto-valute (*Initial Coin Offer*, "ICO"), in cui i promotori abbandonano il progetto non rimborsando gli investitori.

Le transazioni realizzate tramite applicazioni DeFi sono solitamente garantite da *collateral*, spesso rappresentato da cripto-valute. Si tratta di *asset* il cui prezzo è soggetto a forti oscillazioni, a seguito delle quali si può determinare un significativo e repentino deterioramento del valore della garanzia, che deve quindi essere reintegrata. Nel corso delle ultime settimane la capitalizzazione del mercato dei *crypto-asset* si è ridotta significativamente rispetto al picco registrato a novembre scorso. Se non opportunamente controllati, processi del genere possono in prospettiva comportare eventuali tensioni sui mercati finanziari, specie nel caso si debba procedere a vendite significative di attività finanziarie. Questo, a sua volta, potrebbe alimentare "corse agli sportelli" facendo precipitare i valori dei *token*. Questi rischi, di natura sistemica, si aggiungono a quelli per i singoli investitori, che in queste speculazioni possono perdere l'intero capitale.

Infine, per quanto riguarda i rischi di compliance/legali, va evidenziato che molti servizi DeFi sono offerti da soggetti di natura non finanziaria e in contesti normativi non ancora chiaramente definiti in molte giurisdizioni. Ciò accresce il rischio di operazioni illecite che possono minare l'integrità del mercato o ridurre il livello di protezione dei consumatori. Secondo l'ultimo rapporto di Chainalysis sui *crypto-crimes*, oltre 33 miliardi di dollari di cripto-attività sono stati oggetto di riciclaggio a partire dal 2017.

L'anonimato delle transazioni, il venir meno delle barriere geografiche – siamo infatti di fronte ad un mercato potenzialmente globale – non consentono una chiara identificazione delle regole di *governance* e riducono il livello di *accountability* dei partecipanti all'ecosistema fintech. Possono inoltre favorire fenomeni di pro-ciclicità e amplificare i rischi in caso di crisi: rispetto al mondo della finanza tradizionale appare più complesso attivare misure di *recovery* e/o di *resolution*; non sono inoltre presenti, per definizione, sistemi centralizzati di controllo dei rischi nonché presidi e strumenti per assorbire eventuali perdite. L'interconnessione e il *leverage* insiti nelle applicazioni possono amplificare gli shock e determinare implicazioni la stabilità del sistema nel suo complesso, anche nelle componenti minori e più deboli.

La risposta della regolamentazione

Il nuovo ecosistema in corso di definizione richiede di ripensare regole e strumenti a disposizione delle autorità di sorveglianza e supervisione al fine di contemperare obiettivi che appaiono *prima facie* in contraddizione: "innovazione" e "stabilità", "rapidità" e "sicurezza" nello svolgimento delle transazioni. In tale contesto i rischi di natura non finanziaria assumono maggior rilievo. Il tradizionale rischio di concentrazione rileva non dal punto di vista della domanda (di credito) ma da quello dei fornitori dei servizi tecnologici. Infatti, nelle mani di pochi grandi operatori si concentra l'offerta di servizi – anche infrastrutturali – ad alto valore aggiunto.

Alla luce di tali sviluppi, l'Eurosistema ha deciso di aggiornare il proprio *framework* in materia di sorveglianza sul sistema dei pagamenti (cosiddetto PISA *framework*). A livello europeo sono in corso i negoziati per sviluppare una disciplina organica delle attività e dei

servizi digitali (cd. regolamento MiCAR) e per promuovere la *digital operational resilience* (cd. regolamento DORA), non solo adeguandola ma anche anticipando e indirizzando i cambiamenti. È ragionevole ipotizzare che entrambi i provvedimenti saranno finalizzati entro l'estate. Inoltre, nel corso delle prossime settimane sarà approvato formalmente dal Parlamento e dal Consiglio il regolamento riguardante l'introduzione di un "regime pilota" per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia DLT, che entrerà in vigore nel corso di quest'anno.

Come autorità di vigilanza vediamo con favore le modifiche che sono in corso di definizione a livello europeo. In particolare il regime pilota permetterà ai partecipanti all'ecosistema di operare in un quadro di regole certe e di sperimentare – per un periodo di tre anni eventualmente prorogabile per altri tre – soluzioni basate sulla tecnologia *blockchain* nell'ambito dell'industria dei servizi finanziari. Si tratta di un'opportunità molto importante per tutti – soggetti pubblici e privati – per collaborare e identificare soluzioni che promuovano l'innovazione nel comparto finanziario e, allo stesso tempo, garantiscano la tutela dei consumatori e l'integrità del mercato. In tale contesto assume sempre più rilievo l'esigenza di avviare rapidamente sperimentazioni a livello nazionale per permettere alla piazza finanziaria italiana di competere con quelle di altri Paesi.

Il ruolo della Banca d'Italia

Nello svolgimento delle proprie funzioni istituzionali, la Banca d'Italia guarda con attenzione allo sviluppo della finanza decentralizzata, alla luce della molteplicità delle sue applicazioni.

Il mondo dei servizi finanziari si sta evolvendo verso un nuovo assetto caratterizzato dall'interazione e dall'interdipendenza di una molteplicità di soggetti (intermediari, fornitori di servizi tecnologici, gestori di infrastrutture tecnologiche), alcuni dei quali non rientranti nel perimetro degli intermediari vigilati.

Per le autorità di supervisione il nuovo contesto presenta una serie di sfide che devono essere affrontate in modo da favorire un passaggio ordinato degli operatori verso un nuovo assetto organizzativo. Come supervisor siamo chiamati a rivedere la nostra "cassetta degli attrezzi" per fronteggiare le sfide che abbiamo davanti.

In primo luogo, è necessario rivedere la normativa in modo da definire regole del gioco che favoriscano l'innovazione, definendo chiaramente diritti e obblighi per i partecipanti. È un'operazione complessa perché è necessario definire un sistema flessibile che promuova la collaborazione e il dialogo tra tutti i partecipanti all'ecosistema, capace di adeguarsi nel tempo all'evoluzione dei modelli di business, senza ridurre i presidi o indebolire il sistema di controllo dei rischi: tali presidi, infatti, continuano a rappresentare il presupposto imprescindibile per il corretto funzionamento dei mercati e dei sistemi di pagamento e la sana e prudente gestione degli operatori. Il ricorso a soluzioni come il regime pilota utilizzato dalla Commissione per il regolamento DLT o procedure legislative speciali (cd. *fast track regime*) che consentono di approvare con la necessaria speditezza i provvedimenti comunitari, possono essere validi strumenti per conseguire questo obiettivo.

In secondo luogo è necessario aggiornare le prassi di supervisione per identificare e monitorare tempestivamente i rischi finanziari e non finanziari che si producono all'interno del sistema e che in modo crescente possono essere generati anche da soggetti estranei al tradizionale ambito della regolamentazione. A tal fine a livello internazionale sono in corso studi volti ad approfondire la possibilità di sviluppare metodologie di controllo e monitoraggio dei rischi finanziari sfruttando le caratteristiche tecniche insite nella tecnologia DLT/blockchain e nella *tokenisation* degli strumenti finanziari (cd. *embedded supervision*)³.

La riconfigurazione dei modelli di business e la scomposizione della catena del valore, dovuta all'affermarsi di tecnologie innovative come la *blockchain*, richiedono inoltre l'adozione di nuove metriche di misurazione dei rischi. Ad esempio, l'identificazione dei rischi in un ecosistema decentralizzato deve essere effettuata utilizzando logiche opportunamente riviste rispetto a quelle di un'economia tradizionale basata unicamente sugli intermediari, facendo leva su sistemi di monitoraggio in tempo reale. Un'azione di vigilanza sugli operatori e di sorveglianza sui sistemi di pagamento agile, tempestiva ed efficace è fondamentale per garantire la fiducia di imprese, famiglie e altri operatori.

In terzo luogo, il nuovo contesto esterno richiede di rafforzare la cooperazione e lo scambio di informazioni tra autorità a livello sia domestico sia internazionale poiché il passaggio dal mondo fisico a quello digitale elimina le barriere, accresce la rapidità delle transazioni, amplia le esternalità negative e i rischi di contagio.

L'innovazione sta modificando la competizione tra soggetti grazie all'ingresso di nuovi operatori nel mercato finanziario, dai pagamenti ai servizi bancari. Essa favorisce la disintermediazione, riduce le barriere all'entrata, amplia la dimensione del mercato di riferimento per i consumatori e le autorità di supervisione. Il perimetro delle attività da regolamentare tende dunque ad essere meno "marcato" rispetto al passato. Ciò richiede un adeguamento delle regole per dare certezza agli operatori e ai consumatori sulla "superficie del campo di gioco" e sulle relative "regole". Un costante dialogo franco e costruttivo con gli operatori di mercato è necessario.

La Banca d'Italia intende accettare le sfide che abbiamo davanti e assumere un ruolo attivo di stimolo e di propulsore per favorire la transizione del nostro sistema finanziario verso un nuovo equilibrio.

A tal fine, in linea con le migliori prassi adottate a livello internazionale nel corso degli ultimi anni sono stati sviluppati tre diversi canali di comunicazione con il mercato: Canale FinTech, Milano Hub e la Sandbox regolamentare. Si tratta di attività che permettono di comprendere meglio i rischi e i benefici che i progetti nel settore fintech comportano; rafforzano l'attività di *catalyst* che il nostro Istituto intende svolgere per favorire le iniziative volte ad accelerare l'innovazione nel nostro sistema.

In particolare, il "Canale FinTech" della Banca d'Italia rappresenta un punto di contatto informale e veloce attraverso il quale gli operatori possono confrontarsi con

³ R. Auer, "Embedded Supervision: how to build regulation into block-chain finance". BIS working paper, No 811, 2019.

l'Autorità su progetti innovativi in materia bancaria e finanziaria. Dal 2017 sono stati presentati oltre 100 progetti; nel 2021 ne sono stati presentati 29, un terzo dei quali si riferisce ad applicazioni riguardanti tecnologie DLT/blockchain.

Entro la fine di questo mese procederemo alla comunicazione dei progetti – riguardanti la *Call for Proposals* sull'intelligenza artificiale – ammessi alla partecipazione a Milano Hub a seguito della chiusura dei lavori da parte dell'organo di valutazione. Sono pervenuti 40 progetti da parte di soggetti italiani ed esteri. Hanno partecipato alla "call" università, intermediari vigilati e società FinTech. In nove progetti (ovvero il 22,5% dei casi) i proponenti intendono utilizzare – oltre all'intelligenza artificiale – anche applicazioni basate su tecnologia DLT/blockchain al fine di sfruttare le opportunità derivanti dalla *tokenizzazione* delle attività di rischio.

Il 15 gennaio scorso si è chiusa la *Call for Proposals* per la Sandbox regolamentare, prevista dal Decreto Crescita. Analogamente a quanto avvenuto per Milano Hub, anche in questo caso la risposta del mercato è stata positiva: sono state presentate 31 domande, a fronte delle quali sono stati avviati 21 procedimenti amministrativi per le relative valutazioni di merito. Anche in questo caso è rilevante la percentuale dei progetti per i quali si richiede di accedere alla sperimentazione che riguarda prodotti e servizi basati su applicazioni DLT e *tokenizzazione* degli asset.

Conclusioni

L'innovazione tecnologica costituisce una delle principali forze motrici del processo di cambiamento che sta investendo il settore dei pagamenti e quello dell'intermediazione bancaria e finanziaria. Stiamo rapidamente entrando nel mondo del "Web 3.0".

Il contesto nel quale operiamo è caratterizzato da rischi ma anche da straordinarie opportunità. Lo sviluppo di un ecosistema basato sulla finanza decentralizzata può accrescere la concorrenza grazie all'entrata nel mercato di nuovi operatori, favorire la riorganizzazione dei processi di intermediazione tradizionale, stimolare l'efficienza e l'innovazione di prodotto, promuovere l'inclusione finanziaria.

Le iniziative legislative – avviate dalla Commissione europea lo scorso anno in materia di finanza digitale – che sono in corso di finalizzazione contribuiranno ad accelerare il processo di innovazione.

Grazie al proficuo dialogo con il mercato e all'attività di *catalyst*, osserviamo lo sviluppo di molte iniziative sui temi della *tokenizzazione* degli strumenti finanziari, dell'utilizzo della tecnologia a registri distribuiti, etc. Vi è il rischio che questo dinamismo induca una eccessiva proliferazione di standard differenti. La definizione di soluzioni in grado di evitare indesiderate frammentazioni è un obiettivo a cui tendere per favorire il corretto ed efficiente funzionamento del mercato e, con esso, la tutela dei clienti.

Sulla base dell'esperienza maturata nel corso degli ultimi anni va rafforzato ulteriormente il dialogo tra tutti i soggetti presenti sul mercato poiché regolamentazione e tecnologia costituiscono due parametri che devono essere valutati congiuntamente.

Nell'attuale contesto, caratterizzato da cambiamenti sempre più rapidi, la regolamentazione, anche attraverso il dialogo con gli operatori e il mercato, è chiamata non solo a seguire bensì anche ad anticipare ed indirizzare l'innovazione tecnologica, a creare le condizioni per garantire la stabilità, la resilienza e l'efficienza prima che i nuovi operatori e le nuove infrastrutture, incluse quelle relative alla DeFi, raggiungano dimensioni e rilevanza potenzialmente sistemiche.

L'affermarsi di nuovi paradigmi e modelli di business non deve comportare un indebolimento dei sistemi di *governance* e di gestione dei rischi ovvero una riduzione dell'*accountability* di tutti i partecipanti all'ecosistema. Rimane fondamentale garantire la tutela dei consumatori.

Nel corso degli ultimi anni sono già state condotte sperimentazioni nel nostro Paese per verificare l'utilizzabilità di soluzioni basate su logiche DLT, come ad esempio la gestione di garanzie fidejussorie nel mercato bancario e assicurativo nazionale. È importante ampliare il campo della sperimentazione al fine di testare le esternalità derivanti dall'utilizzo delle nuove tecnologie.

Come Banca d'Italia stiamo studiando l'utilizzo di nuove soluzioni DLT/blockchain nell'area dei sistemi di pagamento. Milano Hub e la Sandbox regolamentare possono rappresentare un luogo adatto per favorire il disegno, lo sviluppo e la sperimentazione di piattaforme e progetti comuni dove il pubblico e il privato possono incontrarsi per "fare sistema".

L'evento per la presentazione dei progetti ammessi al sostegno di Milano Hub – che si svolgerà nelle prossime settimane – è la testimonianza tangibile dell'impegno della Banca di favorire soluzioni innovative che siano coerenti con le regole.

Abbiamo di fronte a noi un periodo ricco di opportunità anche se vi sono numerosi elementi di incertezza. Spetta a tutti noi – ciascuno nel rispetto del proprio ruolo – contribuire a definire il nostro futuro. Vorrei concludere il mio intervento ricordando una frase di Abramo Lincoln *"il modo migliore per predire il tuo futuro è crearlo"*.

Grazie per la vostra attenzione.

