



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Innovazione, green, digitale per la competitività delle imprese

Intervento di Luigi Cannari

Capo del Dipartimento Mercati e sistemi di pagamento

Università Cattolica del Sacro Cuore

Milano, 15 novembre 2023

Sono molto lieto di partecipare a questa iniziativa sul tema: *Innovazione, green, digitale per la competitività delle imprese*, organizzata dall'Associazione Nazionale per lo studio dei problemi del credito. Colgo l'occasione per ringraziare sia il Presidente dell'Associazione e gli organizzatori per l'invito che mi è stato rivolto, sia l'Università Cattolica del Sacro Cuore che ci ospita.

L'innovazione e la digitalizzazione dell'economia e della società da un lato e l'attenzione al cambiamento climatico e agli aspetti sociali e di governo societario delle imprese dall'altro sono temi oggetto di particolare attenzione da parte della Banca d'Italia, anche per i loro riflessi sulla competitività delle imprese e del sistema economico e sui potenziali risvolti per il sistema finanziario.

In questo intervento mi concentrerò su due filoni di iniziative in cui la Banca d'Italia è significativamente impegnata: il progetto di moneta digitale di banca centrale, nella sua versione al dettaglio e nella sua versione all'ingrosso; le iniziative in tema di sostenibilità.

L'euro digitale

Nelle scorse settimane si è conclusa la fase di indagine del progetto euro digitale dell'Eurosistema, a cui la Banca d'Italia ha lavorato insieme alla Banca Centrale Europea e alle banche centrali dell'area dell'euro.

Nel biennio passato, da ottobre 2021 fino al mese scorso, un team di esperti della BCE e delle banche centrali dell'Eurosistema ha lavorato a stretto contatto con la Commissione europea, il Parlamento europeo, vari gruppi consultivi e organizzazioni rappresentative di consumatori, imprese e istituti finanziari, per definire le principali caratteristiche dell'euro digitale e delinearne i requisiti funzionali e tecnici. Tutte le scelte progettuali sono state condivise dall'organismo di coordinamento del progetto, l'High Level Task Force, e approvate dal Consiglio Direttivo della BCE.

Il Consiglio Direttivo ha da ultimo approvato, il 18 ottobre, il passaggio dalla fase di indagine alla fase di preparazione, che è iniziata questo mese di novembre con l'obiettivo

di prepararsi all'eventuale futuro lancio dell'euro digitale. Nei due anni che seguiranno si lavorerà per assicurare che l'euro digitale, qualora emesso, soddisfi i più elevati standard di qualità, sicurezza e fruibilità. Verranno selezionati i fornitori delle infrastrutture e dei servizi, sia tra le banche centrali dell'Eurosistema sia all'esterno, completato il cosiddetto *scheme rulebook*, ovvero l'insieme uniforme di regole, prassi e standard per il funzionamento dell'euro digitale, e svolte ulteriori attività di analisi e sperimentazione, richieste dalle complesse sfide tecnologiche da affrontare. Nella fase di preparazione verrà intensificata l'interazione e la comunicazione con tutti i soggetti interessati, affinché la configurazione dell'euro digitale sia il più possibile condivisa.

Lo sviluppo progettuale procede in parallelo con quello legislativo, iniziato a giugno 2023 con una proposta della Commissione europea e terrà conto delle indicazioni che verranno formulate sul piano regolatorio. L'obiettivo della normativa è assicurare che l'euro digitale, se emesso in futuro, offra a consumatori e imprese un ulteriore strumento di pagamento simile al contante, ma utilizzabile anche nel mondo digitale.

L'Eurosistema intende essere pronto a emettere l'euro digitale qualora si decida di passare alla fase realizzativa dopo l'adozione del quadro legislativo.

L'euro digitale rappresenta una opportunità per i cittadini, le imprese, le istituzioni finanziarie. Si affiancherebbe al contante, al quale sarebbe complementare, offrendo la possibilità di utilizzare uno strumento di pagamento sicuro, semplice, gratuito e universalmente accettato in tutta l'area dell'euro. I pagamenti in euro digitale sarebbero immediati, come il passaggio di una banconota di mano in mano, ma potrebbero essere effettuati anche nelle transazioni *online* e a distanza. Inoltre, l'euro digitale manterrebbe alcune caratteristiche tipiche del contante, in particolare garantendo al meglio la tutela della privacy nei pagamenti digitali. A livello Eurosistema si stanno anche valutando le esigenze di specifiche fasce di popolazione, come per esempio gli anziani, che potrebbero avere maggiori difficoltà ad adattarsi ai pagamenti digitali.

Gli intermediari vigilati, come le banche, svolgerebbero un ruolo fondamentale nella distribuzione dell'euro digitale, fungendo da principale punto di contatto per gli utenti. In questo contesto, un euro digitale offrirebbe agli intermediari nuove opportunità commerciali, quali la possibilità di fornire alla clientela ulteriori servizi a valore aggiunto. Gli intermediari avrebbero inoltre la possibilità di ampliare il proprio raggio d'azione nell'offerta dei servizi di pagamento; si pensi, ad esempio, agli operatori al di fuori dell'area dell'euro, i quali, come proposto dall'Eurosistema, dovrebbero disporre di un conto presso un fornitore di servizi di pagamento nell'area dell'euro per operare con la moneta digitale.

Lo schema di ripartizione dei costi relativi all'euro digitale, come attualmente previsto nel progetto di proposta legislativa, fornirebbe agli intermediari incentivi economici comparabili ad altri mezzi di pagamento digitali.

Opportunità si dischiudono anche per i fornitori di servizi tecnologici, che potrebbero sviluppare soluzioni per la distribuzione e la circolazione dell'euro digitale.

L'euro digitale sarà progettato in modo da evitare riflessi negativi sulla stabilità finanziaria o sulla trasmissione della politica monetaria e minimizzando i rischi sul fronte dell'economia illegale. Sono stati definiti strumenti per controllarne la quantità in circolazione. Il possesso di euro digitale da parte dei cittadini sarebbe soggetto a un limite, stabilito in prossimità della data di emissione, per riflettere le condizioni economiche prevalenti in quel momento.

Considerato il tema di questa giornata, mi fa piacere menzionare il fatto che nel disegno dell'euro digitale si sta tenendo conto dell'impronta ecologica del sistema dei pagamenti europeo, con conseguenti benefici in termini di impatto ambientale dei servizi di pagamento.

La Banca d'Italia, oltre a contribuire attivamente ai lavori del progetto euro digitale al dettaglio, mette a disposizione dell'Eurosistema la propria significativa esperienza quale fornitore di servizi di infrastruttura anche nel campo dei pagamenti all'ingrosso, dove l'evoluzione della tecnologia, in particolare di quella a registri distribuiti (*distributed ledger technology* – DLT) amplia il novero delle applicazioni per l'economia e la finanza. Il Regolamento (UE) 2022/858 (DLT Pilot Regime) ha previsto l'introduzione di un regime sperimentale temporaneo (sei anni) volto a consentire la sperimentazione e lo sviluppo di progetti miranti a fornire servizi di negoziazione e trasferimento di strumenti finanziari mediante l'utilizzo di tecnologie innovative, in particolare la DLT.

Tra i principali elementi di discontinuità rispetto alla situazione precedente, il Pilot Regime introduce la possibilità che i servizi connessi a una transazione finanziaria siano prestati congiuntamente da un'unica infrastruttura di mercato, il c.d. "*DLT trading e settlement system*" ("*DLT TSS*")¹. Questa innovazione è volta a raccogliere il potenziale intrinseco dei registri distribuiti consentendo di concentrare su un'unica piattaforma le diverse fasi della filiera produttiva di una transazione su strumenti finanziari (emissione, negoziazione e regolamento) senza necessità di separarle in ambienti tecnologici, amministrativi e normativi differenziati. Inoltre, nell'ottica di ampliare la platea di potenziali partecipanti, il Pilot Regime prevede che un sistema multilaterale di scambio DLT possa ammettere anche persone fisiche, oltre a quelle giuridiche, a negoziare per conto proprio².

L'inserimento nell'ordinamento di queste e altre innovazioni³ ha luogo attraverso una serie limitata di esenzioni da requisiti stabiliti dal quadro normativo al fine di rimuovere specifici vincoli che potrebbero ostacolare l'utilizzo di soluzioni basate su tecnologia DLT.

¹ Il DLT TSS si potrà affiancare alle infrastrutture che offrono servizi solo di negoziazione ("*DLT MTF*" – *DLT multilateral trading facility*) o solo di regolamento ("*DLT SS*" – *DLT securities settlement system*).

² A condizione che rispettino requisiti previsti dallo stesso Regolamento. Tale esenzione supera il requisito previsto dalla Direttiva MIFID II secondo cui i tradizionali sistemi multilaterali di negoziazione possono ammettere solo imprese di investimento, enti creditizi e altri soggetti che soddisfano specifici requisiti (c.d. "obbligo d'intermediazione").

³ Ad esempio in tema di regolamento in moneta di banca centrale, accesso e collegamenti tra infrastrutture di mercato, utilizzo di talune procedure di comunicazione con i partecipanti.

Per tenere sotto controllo i rischi connessi al regime sperimentale il Regolamento fissa limiti alla sperimentazione, in termini di strumenti finanziari e controvalori ammessi⁴. Esso introduce il requisito per le infrastrutture DLT di predisporre ex ante una strategia di uscita (la c.d. “*exit strategy*”)⁵ credibile e requisiti supplementari. Il Pilot Regime è inoltre soggetto ad un monitoraggio da parte delle autorità⁶.

L’applicazione del DLT Pilot Regime ha richiesto un adeguamento dell’ordinamento nazionale entro il 23 marzo 2023 adottato con il decreto legge n. 25/2023 (DL), pubblicato lo scorso 17 marzo (convertito con Legge n. 52 del 10 maggio 2023). Il DL ha abilitato l’emissione e circolazione degli strumenti finanziari in forma digitale in Italia (in aggiunta a quella dematerializzata e cartolare) definendo gli aspetti privatistici e il relativo regime di vigilanza⁷. Si è trattato di un passaggio decisivo che apre le porte alla possibilità, fino ad ora preclusa nel nostro ordinamento, di emettere strumenti finanziari su DLT. Il decreto copre essenzialmente le stesse tipologie di strumenti previste dal Pilot spingendosi anche oltre, verso una disciplina complessiva degli strumenti finanziari digitali. A tale obiettivo risponde l’introduzione della figura del “responsabile del registro”; quest’ultimo è il soggetto a cui è attribuita la concreta gestione dell’emissione e circolazione degli strumenti finanziari negoziati bilateralmente *over the counter* (OTC), quindi diversi da quelli destinati allo scambio su una sede di negoziazione tradizionale o DLT (che sono i soli presi in considerazione dal Pilot Regime): si tratta di una modalità attraverso la quale viene data copertura, in termini di innovazione regolamentare, a un ulteriore segmento di mercato.

In concomitanza con l’evoluzione del quadro normativo e col crescente utilizzo di infrastrutture decentralizzate (DLT), l’Eurosistema ha avviato una attività esplorativa su possibili nuove soluzioni per il regolamento in moneta di banca centrale di transazioni finanziarie che implicano l’utilizzo di tecnologie DLT. Parte di questo lavoro consiste in attività sperimentali da condurre con gli operatori di mercato, anche attraverso

⁴ Possono essere emessi, registrati e negoziati su una infrastruttura di mercato DLT: i) azioni il cui emittente abbia una capitalizzazione di mercato inferiore a 500 milioni di euro; ii) obbligazioni, altre forme di debito collateralizzato o strumenti del mercato monetario, per emissioni inferiori a 1 miliardo di euro; iii) quote di OICR (non strutturati) il cui valore di mercato delle attività gestite sia inferiore a 500 milioni di euro. A queste limitazioni si aggiungono soglie riferite al valore di mercato aggregato di tutti gli strumenti ammessi su una determinata infrastruttura di mercato DLT (6 miliardi di euro al momento dell’ammissione a negoziazione/registrazione iniziale di un nuovo strumento finanziario DLT, fino a 9 miliardi successivamente; superati i 9 miliardi il gestore dell’infrastruttura attiva la “strategia di transizione”, c.d. “*exit strategy*”).

⁵ Tale strategia deve contemplare la transizione o la riconversione delle operazioni basate su tecnologia a registro distribuito in infrastrutture di mercato tradizionali. Si tratta di un elemento centrale, volto a supportare la sicurezza del trattamento dei titoli nel regime sperimentale.

⁶ Autorità nazionali, nell’esercizio delle competenze di vigilanza sulle infrastrutture, nonché dell’ESMA. L’ESMA, trascorsi tre anni dall’entrata in vigore del Pilot Regime, dovrà presentare una relazione alla Commissione Europea sull’andamento della sperimentazione. La Commissione Europea a sua volta presenterà una Relazione al Parlamento e al Consiglio e proposte sull’opportunità di estendere (per non oltre ulteriori tre anni), modificare, interrompere o rendere permanente il Pilot, introducendo le opportune modifiche alla legislazione esistente.

⁷ Il Regolamento ha fissato infatti al 23 marzo u.s. il termine per l’adozione da parte degli Stati Membri delle disposizioni necessarie a conformarsi alla nuova definizione di strumento finanziario inserita nella MiFID II, volta a includere gli strumenti emessi mediante le tecnologie a registro distribuito. Il DL ha dato attuazione in primo luogo a questa norma.

il regolamento di transazioni reali (Trial in produzione), con l'obiettivo di acquisire conoscenze in merito alle diverse possibili soluzioni per l'utilizzo di DLT nei pagamenti di importo elevato e nel regolamento dei titoli.

La Banca d'Italia contribuisce in modo significativo all'attività esplorativa, proponendo la soluzione tecnologica TIPS Hash Link, basata sulla piattaforma TIPS (TARGET Instant Payment Settlement) e una interfaccia applicativa (API) agnostica rispetto alla tecnologia DLT, attraverso cui si sincronizzano la gamba cash e la gamba titoli, rendendo in tal modo possibile su base 24/7 l'esecuzione di transazioni istantanee di *delivery versus payment* (DVP) regolate in moneta di banca centrale.

L'utilizzo di queste nuove tecnologie dischiude opportunità, permettendo agli operatori di mercato di introdurre casi d'uso innovativi non realizzabili con le infrastrutture tradizionali, ma presenta anche rischi, per esempio legati alla possibile frammentazione dei mercati, alla mancanza di interoperabilità tra differenti tecnologie, all'esposizione ad attacchi cyber. L'attività esplorativa dell'Eurosistema mira ad approfondire tali aspetti, con l'obiettivo di assicurare che gli sviluppi nella moneta della banca centrale contribuiscano all'innovazione digitale nei pagamenti all'ingrosso e al dettaglio, in un contesto che garantisca sicurezza, efficienza, stabilità e integrità del sistema finanziario e del sistema dei pagamenti.

Più in generale, come ho già accennato, le infrastrutture DLT enfatizzano una dimensione che è propria delle innovazioni digitali, quella di sintetizzare profili che, nel mondo analogico, sono mantenuti separati. Nei registri distribuiti possono essere unitariamente gestite attività che appartengono simultaneamente al mondo dei mercati finanziari e a quello delle attività di pagamento e di regolamento; le regole che governano il ruolo dei diversi attori, e incidono sulle rispettive responsabilità, hanno una matrice anche tecnologica e si muovono all'interno delle logiche algoritmiche dei c.d. "smart contracts".

In ragione di questa evoluzione, l'Eurosistema si è dotato di un nuovo framework di sorveglianza per i pagamenti (il PISA), che basa il suo ambito applicativo sulla nozione di "trasferimento di valore" e non più solo di "trasferimento di fondi"; ciò per estendere l'osservazione anche ai nuovi ecosistemi "decentralizzati", che assumono rilievo in tema di presidio della sovranità monetaria e della stessa stabilità finanziaria.

Mi fa piacere anche ricordare che, proprio nella consapevolezza dell'importanza delle nuove prospettive di "governance algoritmica", la Banca d'Italia ha avviato un lavoro di ricerca sugli smart contracts insieme a due importanti Università italiane: La Cattolica di Milano e Roma Tre. La prima parte del lavoro, tesa alla definizione di una tassonomia degli smart contracts, si è conclusa; verrà ora avviata quella di definizione di "buoni principi", dal punto di vista sia legale sia tecnico, che si avvarrà del contributo di altre istituzioni sia nazionali sia estere.

Le iniziative della Banca d'Italia in materia di sostenibilità

Mi soffermerò ora sull'altro importante tema dell'evento odierno, la sostenibilità. Negli ultimi anni i profili ambientali, sociali e di governo societario (profili ESG) delle imprese

e le opportunità e i rischi che ne conseguono sono presi in considerazione da una larga maggioranza dei gestori di portafogli istituzionali.

In Banca d'Italia tale consapevolezza ha portato dal 2019 a un nuovo *modus operandi* nella gestione dei portafogli diversi da quelli di politica monetaria. Nel 2021, con la pubblicazione della Carta degli Investimenti Sostenibili, la Banca ha enunciato il proprio impegno per l'integrazione dei criteri ESG nell'allocazione degli investimenti e per la rendicontazione periodica, con la pubblicazione del Rapporto annuale sugli investimenti sostenibili e i rischi climatici, avviata nel 2022.

Da quest'anno, l'impegno di trasparenza sui risultati raggiunti è assolto congiuntamente alle altre banche centrali dell'Eurosistema, in base a un metodo di lavoro e di analisi condiviso, riguardante in particolare la diffusione periodica di informazioni relative ai rischi climatici dei propri investimenti.

L'integrazione dei profili ESG, e in particolare della sostenibilità climatica, nella gestione di portafoglio inizia dalla fase di allocazione strategica. In Banca, essa si basa su un modello che ha come principale obiettivo la minimizzazione della perdita di capitale che si potrebbe verificare, nell'orizzonte di un decennio, negli scenari economico-finanziari più avversi. In questo modello abbiamo introdotto specifici vincoli che mirano a migliorare o almeno preservare il punteggio ESG dei portafogli e a ridurre progressivamente l'intensità carbonica media ponderata degli investimenti nei titoli degli emittenti privati.

Gli obiettivi di sostenibilità sono declinati in maniera differente a seconda della tipologia di attività finanziaria. Per i titoli pubblici, la strategia di sostenibilità si traduce nell'acquisto di obbligazioni verdi (*green bond*) emesse da Stati, organismi sovranazionali e agenzie di emanazione pubblica. Per gli investimenti diretti in azioni e obbligazioni societarie, l'obiettivo è il miglioramento del punteggio ESG e di indicatori climatici che considerano non solo il livello attuale delle emissioni di ciascuna impresa, ma anche il percorso di decarbonizzazione intrapreso negli anni recenti e delle strategie future per verificarne la coerenza con gli impegni di decarbonizzazione legati agli obiettivi dell'Accordo di Parigi.

Un altro elemento degno di nota è che la Banca ha scelto di non ricorrere a strategie di investimento basate sulla semplice esclusione degli emittenti dei settori economici a maggiore impronta carbonica, ma di tenere conto, all'interno di ciascun settore, degli impegni delle aziende e della credibilità del loro percorso di decarbonizzazione. Ciò al fine di ridurre il rischio di penalizzare le imprese che possono svolgere un ruolo chiave per l'effettiva trasformazione del sistema energetico nel processo di transizione climatica, che sono spesso quelle con più alte emissioni carboniche attuali. Con le imprese che contribuiscono di più alle emissioni di gas serra le cui azioni sono presenti nel portafoglio azionario dell'Istituto è stato avviato di recente un dialogo che mira ad approfondire i loro piani di transizione e a illustrare la strategia di investimento sostenibile dell'Istituto, ritenendo che il dialogo trasparente tra investitori e imprese sia uno strumento efficace sia per mitigare i rischi di transizione dell'investimento sia per accelerare i progressi delle imprese verso la sostenibilità e contribuire alla lotta al cambiamento climatico.

Quanto alla politica monetaria, nel 2021 il Consiglio direttivo della BCE ha adottato un ambizioso piano d'azione, cui hanno contribuito anche le banche centrali nazionali,

per integrare gli effetti dei cambiamenti climatici e della transizione energetica nel proprio quadro di riferimento per le scelte di policy. Le principali misure operative, definite nel 2022, prevedono:

- la graduale decarbonizzazione del portafoglio di obbligazioni societarie detenute per la politica monetaria, in linea con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi. Al tal fine l'Eurosistema ha introdotto il c.d. *tilting* climatico, un approccio che favorisce gli acquisti di titoli delle società con i migliori punteggi climatici. Essi sono misurati in termini di emissioni di gas serra, storiche e prospettive, e della qualità dell'informativa climatica fornita al mercato;
- l'introduzione di obblighi informativi in capo alle società che emettono titoli che vengono portati a garanzia. In prospettiva, l'Eurosistema accetterà in garanzia soltanto i titoli e i prestiti bancari di soggetti conformi alla direttiva sulla comunicazione societaria di sostenibilità (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD). I nuovi criteri di idoneità dovrebbero applicarsi dal 2026, in seguito al completo recepimento della CSRD.

Per comprendere meglio i rischi finanziari connessi ai cambiamenti climatici, l'Eurosistema sta anche rafforzando i propri strumenti analitici. In particolare, sono stati stabiliti standard minimi comuni, che entreranno in vigore alla fine del 2024, sulle modalità con cui i sistemi di rating interni delle banche centrali nazionali (c.d. ICAS, *In-house Credit Assessment Systems*) dovranno integrare i rischi climatici nelle valutazioni del merito di credito⁸.

A questo fine, gli ICAS dovranno ottenere informazioni a livello micro, della singola impresa. Disporre di dati affidabili e comparabili è una sfida: a differenza dei dati di bilancio e di quelli tratti dalla Centrale dei Rischi, dati climatici affidabili sono attualmente disponibili solo per un limitato numero di grandi imprese.

L'entrata in vigore della CSRD rappresenterà senza dubbio un importante passo avanti, perché estenderà gli obblighi di comunicazione a un numero di imprese maggiore. Altre informazioni importanti potranno essere reperite nei piani di transizione delle imprese. Per colmare le lacune informative esistenti, l'ICAS della Banca d'Italia sta avviando un'indagine campionaria sulle imprese.

* * *

⁸ L'ICAS della Banca d'Italia, operativo dal 2013, stima le probabilità di insolvenza delle imprese italiane su un orizzonte annuale utilizzando un modello statistico, basato sulle informazioni di Centrale dei Rischi e sui dati di bilancio. A ciò si aggiunge una successiva valutazione quali-quantitativa degli analisti. L'ICAS ha consentito alle banche italiane di dimensione medio-piccola di utilizzare i prestiti erogati alle imprese come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. Analoghi sistemi di valutazione sono gestiti dalle banche centrali nazionali di altri sette Paesi dell'area dell'euro (Austria, Francia, Germania, Grecia, Portogallo, Slovenia e Spagna).

Per concludere, l'innovazione tecnologica, la digitalizzazione, la crescente attenzione agli aspetti climatici, sociali e di governo societario sono straordinari motori di cambiamento; possono determinare profonde trasformazioni nel sistema finanziario e dei pagamenti.

La Banca d'Italia segue con attenzione le opportunità offerte dalle nuove tecnologie; contribuisce attivamente ai lavori per il progetto dell'euro digitale e alla sperimentazione di soluzioni tecnologiche che consentano di regolare in moneta di banca centrale transazioni finanziarie che avvengono su piattaforme DLT, garantendo la sicurezza, la rapidità e l'economicità del regolamento. Consapevole dell'importanza dei profili di sostenibilità, la Banca è impegnata, assieme ad altre Autorità, in vari progetti che mirano a colmare le attuali lacune relative ai dati ESG.

Per il sistema finanziario e per le imprese i cambiamenti in atto ampliano l'insieme delle opportunità, ma al contempo determinano l'insorgere di nuovi rischi. Potranno trarre vantaggio gli operatori che saranno meglio in grado di assecondare il cambiamento, offrendo prodotti e servizi innovativi che aggiungano valore alle soluzioni tecnologiche che si stanno delineando nel sistema finanziario e in quello dei pagamenti.

Sotto il profilo della sostenibilità gli intermediari finanziari si stanno attrezzando per integrare queste informazioni nelle loro politiche creditizie e di gestione dei portafogli; per questi motivi necessitano di conoscere la situazione attuale e prospettica delle loro controparti. Ne potranno trarre vantaggio le imprese che saranno più trasparenti e in grado di fornire informazioni complete e affidabili.