COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 24.9.2020
SWD(2020) 202 final

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

SINTESI DELLA RELAZIONE SULLA VALUTAZIONE D'IMPATTO

che accompagna il documento

Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

relativo ad un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito

{COM(2020) 594 final} - {SEC(2020) 308 final} - {SWD(2020) 201 final}

SCHEDA DI SINTESI

Valutazione d'impatto su un quadro dell'UE in materia di cripto-attività

A. Necessità di intervenire

Per quale motivo? Qual è il problema da affrontare?

Le cripto-attività sono una tipologia di risorse digitali basate principalmente sulla crittografia e sulla tecnologia di registro distribuito (DLT)[1]. Alcune cripto-attività rientrano nella definizione di strumenti finanziari ai sensi della Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari – MiFID II, o di moneta elettronica ai sensi della direttiva sulla moneta elettronica – EMD2, mentre la maggior parte di esse non rientra nell'ambito di applicazione della vigente regolamentazione finanziaria dell'UE.

Laddove le cripto-attività non siano disciplinate dalla regolamentazione finanziaria dell'UE, la mancanza di norme applicabili ai servizi connessi a tali attività (quali borse valori, piattaforme di trading, prestatori di servizi di portafoglio digitale) espone i consumatori e gli investitori a rischi considerevoli. Nel mercato secondario delle cripto-attività sussistono anche notevoli rischi per l'integrità del mercato (ad esempio, di manipolazione del mercato). Alcuni Stati membri hanno introdotto norme specifiche a livello nazionale per tutte le cripto-attività – o per una sottocategoria di queste ultime – che non rientrano nell'ambito di applicazione della vigente regolamentazione dell'UE. Ne consegue una frammentazione normativa che distorce la concorrenza nel mercato unico, rende più difficile per i prestatori di servizi relativi alle cripto-attività aumentare progressivamente le loro attività a livello transfrontaliero e favorisce l'arbitraggio normativo. Sebbene il mercato delle cripto-attività rimanga di dimensioni modeste e non costituisca attualmente una minaccia per la stabilità finanziaria, i volumi delle negoziazioni giornaliere sono in costante aumento. Le cosiddette *"stablecoin"* (una sottocategoria di cripto-attività con caratteristiche tali da stabilizzarne il prezzo) possono sollevare ulteriori dubbi se ampiamente adottate dai consumatori (ad esempio, per la stabilità finanziaria e la sovranità monetaria). Per evitare l'arbitraggio normativo e garantire un'adeguata tutela dei consumatori, la regolamentazione di tali "stablecoin" dovrebbe basarsi sulla loro specifica configurazione. In assenza di un quadro dell'UE in materia di cripto-attività, la mancanza di fiducia degli utenti nelle cripto-attività ostacolerà lo sviluppo di tale mercato, determinando una perdita di opportunità in termini di strumenti di pagamento rapidi, economici ed efficienti o di nuove fonti di finanziamento per le imprese dell'UE.

Laddove le cripto-attività siano disciplinate dalla legislazione dell'UE in materia di servizi finanziari, manca la certezza del diritto sulle modalità di applicazione della vigente regolamentazione finanziaria dell'UE (ad esempio, il regolamento sul prospetto, la direttiva MiFID II e il regolamento sui depositari centrali). Tale situazione determina emissioni solo sporadiche di "security token" nel mercato primario e limita il potenziale utilizzo della DLT nei mercati finanziari, come dimostrato dalla mancanza di infrastrutture di mercato basate sulla DLT (quali sedi di negoziazione o depositari centrali di titoli) che consentono la negoziazione di "security token" e il regolamento delle operazioni.

Qual è l'obiettivo dell'iniziativa?

L'obiettivo generale dell'iniziativa è chiarire l'applicabilità della regolamentazione finanziaria dell'UE alle cripto-attività (e alle attività correlate). L'iniziativa dovrebbe sostenere l'innovazione e la concorrenza leale, creando un quadro per l'emissione e la prestazione di servizi connessi alle cripto-attività. Essa dovrebbe garantire un elevato livello di tutela dei consumatori e degli investitori e l'integrità del mercato delle cripto-attività. Dovrebbe affrontare i rischi per la stabilità finanziaria e la politica monetaria che potrebbero derivare da un ampio ricorso alle cripto-attività e a soluzioni basate sulla DLT nei mercati finanziari.

Qual è il valore aggiunto dell'intervento a livello dell'UE?

Per quanto riguarda le cripto-attività non disciplinate dalla regolamentazione finanziaria dell'UE, un intervento a livello dell'UE getterebbe le basi su cui potrebbe svilupparsi un mercato transfrontaliero più ampio per gli emittenti di cripto-attività e i relativi prestatori di servizi, cogliendo appieno i vantaggi del mercato unico. Tale intervento ridurrebbe notevolmente la complessità e gli oneri finanziari e amministrativi per tutti i portatori di

[1] La DLT permette di salvare informazioni attraverso un registro distribuito, ovvero una copia digitale ripetuta dei dati disponibili in più posizioni. La DLT si basa su un sistema crittografico costituito da chiavi pubbliche, di dominio pubblico e indispensabili per l'identificazione, e da chiavi private, tenute segrete e utilizzate per l'autenticazione e la cifratura.

interessi. L'armonizzazione dei requisiti operativi per i prestatori di servizi relativi alle cripto-attività e dei doveri di trasparenza degli emittenti potrebbe anche apportare chiari vantaggi in termini di tutela degli investitori, integrità del mercato e stabilità finanziaria.

Per quanto riguarda le cripto-attività disciplinate dalla vigente regolamentazione finanziaria dell'UE, un intervento a livello dell'UE accrescerebbe la chiarezza giuridica, consentendo l'espansione delle attività connesse a tali risorse in tutto il mercato unico. In tal modo si affronterebbero i rischi dovuti alla proliferazione a livello nazionale di orientamenti e interpretazioni che determinano una frammentazione del mercato interno e la distorsione della concorrenza.

B. Soluzioni

Quali opzioni strategiche legislative e di altro tipo sono state prese in considerazione? Ne è stata prescelta una? Per quale motivo?

Per quanto riguarda le cripto-attività non disciplinate dalla regolamentazione finanziaria dell'UE, sono state prese in considerazione due opzioni: un regime di "opt-in" a livello dell'UE e un regime pienamente armonizzato per gli emittenti di cripto-attività e i prestatori di servizi correlati, i quali beneficerebbero di un passaporto UE per espandere le loro attività a livello transfrontaliero. Mentre la prima opzione potrebbe essere meno onerosa per gli emittenti e i prestatori di servizi di piccole dimensioni che possono decidere di non partecipare, la seconda opzione garantirebbe un livello più elevato di certezza del diritto, di tutela degli investitori, di integrità del mercato e di stabilità finanziaria e ridurrebbe la frammentazione del mercato nel mercato unico. Pertanto l'opzione prescelta è la seconda.

Per quanto riguarda le cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari ai sensi della MiFID II (ovvero i "security token") sono state prese in considerazione tre opzioni: 1) misure non legislative volte a fornire orientamenti su come e se la legislazione vigente si applichi alle cripto-attività; 2) modifiche legislative mirate al fine di eliminare le disposizioni che ostacolano l'emissione, la negoziazione e la post-negoziazione dei "security token" e l'uso di soluzioni basate sulla DLT; e 3) un regime pilota (valido per tre anni) che crei una nuova infrastruttura di mercato DLT e consenta la negoziazione e/o il regolamento dei "security token". Se, da un lato, misure non vincolanti contribuirebbero a chiarire l'applicazione del diritto dell'UE ai "security token" e alle attività correlate, dall'altro esse non possono eliminare gli ostacoli giuridici radicati nella legislazione vigente. Adeguamenti legislativi mirati garantiscono la certezza del diritto ed eliminano gli ostacoli giuridici, ma si applicherebbero solo in ambiti limitati individuati nelle recenti valutazioni. Mentre la terza opzione può fornire un quadro sperimentale chiaro per la negoziazione e/o il regolamento dei "security token", i vantaggi che ne derivano potrebbero vanificarsi se il regime sperimentale non fosse prorogato dopo il triennio. Poiché tali opzioni si completano a vicenda, l'approccio prescelto consisterebbe nel procedere con cautela combinando le tre opzioni. Tale soluzione sarebbe compatibile con la necessità di un approccio normativo graduale nel contesto di un mercato nascente e con la grande differenza tra reti completamente prive di autorizzazione e reti con autorizzazioni in cui alcuni controlli sono centralizzati.

Per quanto riguarda le "stablecoin", i servizi della Commissione hanno considerato tre opzioni: 1) misure legislative specifiche sugli emittenti di "stablecoin"; 2) regolamentazione delle "stablecoin" ai sensi della direttiva EMD2, poiché alcune di esse si avvicinano alla definizione di moneta elettronica e sono utilizzate come strumenti di pagamento; 3) misure volte a limitare le emissioni e i servizi connessi alle "stablecoin" nell'UE (salvo siano conformi ai quadri vigenti). Seguendo un approccio rigoroso basato sul rischio, la prima opzione affronterebbe le vulnerabilità della stabilità finanziaria, sostenendo l'innovazione. Per contro, la seconda e la terza opzione potrebbero non affrontare adeguatamente i considerevoli rischi per la tutela dei consumatori (ad esempio quelli dovuti ai prestatori di servizi di portafoglio). Inoltre l'opzione 3 potrebbe lasciare irrisolti alcuni rischi per la stabilità finanziaria se i consumatori dell'UE facessero ampio ricorso alle "stablecoin" emesse in paesi terzi. Pertanto l'opzione prescelta per le "stablecoin" è una combinazione delle opzioni 1 e 2.

Chi sono i sostenitori delle varie opzioni?

Per quanto riguarda le cripto-attività non disciplinate dalla regolamentazione finanziaria dell'UE, un'ampia maggioranza dei partecipanti (il 68 %) alla consultazione pubblica della Commissione ha espresso il parere che uno specifico regime UE per le cripto-attività consentirebbe un ecosistema sostenibile delle cripto-attività nell'Unione europea. Per le cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari, la grande maggioranza dei partecipanti ha sottolineato la necessità di un approccio comune dell'UE nel caso in cui una cripto-attività è considerata uno strumento finanziario. La maggior parte dei partecipanti era inoltre favorevole a un approccio normativo graduale volto a offrire, in primo luogo, chiarezza giuridica sull'uso della DLT con

autorizzazioni (ovvero che autorizza solo i membri registrati) negli ambiti della negoziazione e della post-negoziazione piuttosto che consentire reti prive di autorizzazioni (alle quali qualsiasi entità potrebbe partecipare senza registrazione), poiché tali DLT sono ancora in fase iniziale di sviluppo. Per quanto riguarda l'emissione di "stablecoin" e di "stablecoin globali", la maggioranza dei partecipanti era favorevole all'imposizione di diversi obblighi agli emittenti e/o ai gestori della riserva. Una minoranza di portatori di interessi ha ritenuto che l'estensione della direttiva EMD2 fosse l'approccio normativo più appropriato.

C. Impatto dell'opzione prescelta

Quali sono i vantaggi delle opzioni prescelte?

In primo luogo, tali misure consentirebbero lo sviluppo delle cripto-attività quali mezzi di pagamento veloci ed economici in grado di competere, soprattutto nelle operazioni transfrontaliere, con gli strumenti di pagamento esistenti. Le economie di costo sarebbero particolarmente significative nell'ambito delle rimesse. In base alle stime, esse potrebbero oscillare dai 220 ai 570 milioni di EUR all'anno. Tale soluzione contribuirà anche a rafforzare l'inclusione finanziaria nell'UE. In secondo luogo, il quadro consentirà anche il ricorso a emissioni di cripto-attività e "security token" da parte delle imprese dell'UE nell'Unione europea, quale strumento di finanziamento complementare per le imprese UE, comprese le PMI. In terzo luogo, la creazione di un regime specifico per le cripto-attività che non sono strumenti finanziari estenderebbe le norme in materia di tutela dei consumatori a queste ultime e garantirebbe l'integrità e la stabilità del mercato. Le opzioni prescelte contribuiranno quindi al conseguimento degli obiettivi dell'Unione dei mercati dei capitali e a diversificare le fonti di finanziamento delle imprese dell'UE, evitando il ricorso ai prestiti bancari. Non è possibile stimare i finanziamenti aggiuntivi complessivi resi disponibili dalle emissioni di cripto-attività, poiché ciò dipende da vari fattori esterni (quali la necessità di finanziamento degli emittenti, le attuali aspettative di mercato e la reazione competitiva degli altri canali di finanziamento). Tuttavia, si prevede che i costi di finanziamento per le emissioni di cripto-attività siano inferiori del 20-40 % a quelli delle offerte pubbliche iniziali di titoli tradizionali di entità comparabile. In terzo luogo, l'opzione prescelta dovrebbe avere un impatto positivo sulla negoziazione e sulla post-negoziazione dei "security token", fornendo chiarezza giuridica sulle modalità di applicazione della legislazione vigente, eliminando gli ostacoli normativi e creando un quadro specifico per le infrastrutture di mercato DLT. I potenziali incrementi di efficienza dovuti a un ampio ricorso alla DLT e ai "security token" nei mercati del cash equity dell'UE sono stati stimati a 540 milioni di EUR all'anno. Tuttavia, al di là delle questioni normative, la piena diffusione dei "security token" e della DLT nell'intera catena di negoziazione e post-negoziazione dipenderà anche dalla soluzione dei problemi tecnologici (quali la scalabilità e l'interoperabilità delle diverse reti DLT). Pertanto le misure previste rappresenteranno solo un trampolino di lancio per conseguire tali incrementi di efficienza nel medio e lungo termine, favorendo l'innovazione e consentendo un processo graduale di normazione dell'UE.

Quali sono i costi dell'opzione prescelta (o in mancanza di quest'ultima, delle opzioni principali)?

Le opzioni prescelte imporranno costi di conformità agli emittenti di "stablecoin" e ai prestatori di servizi connessi alle cripto-attività che attualmente non rientrano nell'ambito di applicazione della regolamentazione finanziaria dell'UE. L'applicazione del nuovo regime previsto per i prestatori di servizi connessi alle cripto-attività attualmente non regolamentati dovrebbe comportare costi di conformità una tantum compresi tra 2,8 e 16,5 milioni di EUR e costi correnti di conformità compresi tra 2,2 e 24 milioni di EUR, a seconda del numero di soggetti che richiedono un'autorizzazione. I chiarimenti giuridici e l'avvio del regime pilota per i "security token" comporteranno solo ridotti costi di conformità per le sedi di negoziazione che scelgono di ammettere tali token alle quotazioni di borsa. Si prevede che i costi di autorizzazione e i costi correnti di conformità per i nuovi gestori di infrastrutture di mercato DLT si collochino in un intervallo simile a quello dei sistemi multilaterali di negoziazione autorizzati dalla MiFID II. Non è stato possibile stimare i costi aggiuntivi che gravano sugli emittenti di "stablecoin globali", dato che nel mercato attualmente non esistono token di questo tipo. Gli emittenti di cripto-attività che non rientrano nell'attuale perimetro normativo dovranno pubblicare un documento informativo. Si stima che i costi complessivi (comprese le spese legali) oscillino tra 35.000 e 75.000 EUR per emissione, comprese le potenziali spese legali e di altra natura.

Quale sarà l'incidenza su aziende, PMI e microimprese?

Le opzioni prescelte dovrebbero avere un impatto complessivamente positivo sulle PMI. Esse dovrebbero aumentare le fonti di finanziamento non bancario per le PMI, attraverso lo sviluppo delle offerte iniziali di moneta (ICO) e delle offerte di "security token" (STO). Le ICO possono offrire alle start-up l'opportunità di raccogliere ingenti somme di denaro in una fase iniziale di sviluppo, con potenziali economie di costo rispetto alle IPO. In tale regime i costi di finanziamento delle cripto-attività dovrebbero essere inferiori del 20-40 % rispetto a quelli delle offerte pubbliche iniziali di entità simile. L'opzione prescelta imporrebbe inoltre alle PMI emittenti di cripto-attività costi di conformità stimati a circa 35.000 EUR per emissione.

L'impatto sui bilanci e sulle amministrazioni nazionali sarà significativo?
Le opzioni prescelte imporrebbero alcuni costi di vigilanza alle autorità nazionali competenti (ANC) degli Stati membri. Tale vigilanza sugli emittenti di cripto-attività e sui prestatori di servizi correlati soggetti ai nuovi requisiti comporterebbe costi una tantum stimati a circa 140 000 EUR e costi correnti stimati tra 350 000 e 500 000 all'anno. La nuova infrastruttura di mercato DLT imporrebbe inoltre alle ANC costi stimati tra 150 000 e 250 000 EUR all'anno. In questa fase i costi legati alla vigilanza sugli emittenti di "stablecoin" sono difficili da stimare, poiché dipenderanno dai modelli aziendali in questione. Le commissioni applicate ai soggetti sottoposti a vigilanza dalle ANC compenseranno parzialmente tali costi.
Sono previste altre conseguenze significative?
Le opzioni prescelte promuoverebbero la competitività dell'UE, consentendo ai nuovi operatori di mercato di creare a medio e lungo termine infrastrutture di mercato basate sulla DLT per la negoziazione e/o il regolamento dei "security token" in concorrenza con le infrastrutture preesistenti. Il regime pilota sulle infrastrutture di mercato DLT consentirà inoltre agli operatori di mercato dell'UE di competere con soggetti stabiliti in paesi terzi che hanno introdotto un regime favorevole per l'adozione della DLT. L'opzione prescelta dovrebbe limitare l'impatto negativo sull'ambiente. Il settore finanziario tradizionale utilizza principalmente DLT basate su autorizzazioni, che consumano meno energia. Inoltre si prevede che alcune DLT prive di autorizzazioni utilizzate per talune emissioni di cripto-attività passino a meccanismi di consenso diversi (che consentono la convalida dell'operazione sulla DLT), i quali richiedono una quantità notevolmente inferiore di energia.
D. Tappe successive
Quando saranno riesaminate le misure proposte?
La Commissione monitorerà l'impatto delle opzioni prescelte e ne valuterà l'efficacia nel conseguire gli obiettivi dichiarati (accrescere la certezza del diritto nonché garantire la tutela dei consumatori, l'integrità del mercato, la stabilità finanziaria e sostenere l'innovazione) sulla base di un elenco di indicatori precisi.