

**COMMISSIONE VI  
FINANZE**

**RESOCONTO STENOGRAFICO**

**INDAGINE CONOSCITIVA**

18.

**SEDUTA DI MARTEDÌ 28 NOVEMBRE 2017**

PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE **SESTINO GIACOMONI**

**INDICE**

	PAG.		PAG.
<b>Sulla pubblicità dei lavori:</b>		<b>Audizione dell'avvocato Alessandro Portolano:</b>	
Giacomoni Sestino, <i>presidente</i> .....	3	Giacomoni Sestino, <i>presidente</i> .....	3, 10
<b>INDAGINE CONOSCITIVA SULLE TEMATICHE RELATIVE ALL'IMPATTO DELLA TECNOLOGIA FINANZIARIA SUL SETTORE FINANZIARIO, CREDITIZIO E ASSICURATIVO</b>		Portolano Alessandro, <i>partner dello Studio legale Chiomenti</i> .....	3
		<b>ALLEGATO:</b> Documentazione depositata dall'avvocato Portolano .....	11

**N. B.** Sigle dei gruppi parlamentari: Partito Democratico: PD; Movimento 5 Stelle: M5S; Forza Italia - Il Popolo della Libertà - Berlusconi Presidente: (FI-PdL); Articolo 1 - Movimento Democratico e Progressista: MDP; Alternativa Popolare-Centristi per l'Europa-NCD: AP-CpE-NCD; Lega Nord e Autonomie - Lega dei Popoli - Noi con Salvini: (LNA); Sinistra Italiana-Sinistra Ecologia Libertà-Possibile: SI-SEL-POS; Scelta Civica-ALA per la Costituente Liberale e Popolare-MAIE: SC-ALA CLP-MAIE; Democrazia Solidale-Centro Democratico: (DeS-CD); Fratelli d'Italia-Alleanza Nazionale: (FdI-AN); Misto: Misto; Misto-Civici e Innovatori - Energie PER l'Italia: Misto-CI-EPI; Misto-Direzione Italia: Misto-DI; Misto-Minoranze Linguistiche: Misto-Min.Ling.; Misto-UDC-IDEA: Misto-UDC-IDEA; Misto-Alternativa Libera-Tutti Insieme per l'Italia: Misto-AL-TipI; Misto-FARE !-PRI-Liberali: Misto-FARE !PRIL; Misto-Partito Socialista Italiano (PSI) - Liberali per l'Italia (PLI) - Indipendenti: Misto-PSI-PLI-I.

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE  
SESTINO GIACOMONI

**La seduta comincia alle 13.10.**

**Sulla pubblicità dei lavori.**

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso la trasmissione televisiva sul canale satellitare della Camera dei deputati e la trasmissione diretta sulla *web-tv* della Camera dei deputati.

**Audizione dell'avvocato  
Alessandro Portolano.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulle tematiche relative all'impatto della tecnologia finanziaria sul settore finanziario, creditizio e assicurativo, l'audizione dell'avvocato Alessandro Portolano.

Do la parola all'avvocato Portolano per lo svolgimento della sua relazione.

ALESSANDRO PORTOLANO, *partner dello Studio legale Chiomenti*. Grazie per l'occasione che mi è stata concessa di provare a dare un contributo all'indagine conoscitiva in corso sul fenomeno del FinTech.

Vorrei iniziare precisando gli argomenti che non saranno oggetto del mio intervento. Non proverò a dimostrare perché l'innovazione tecnologica nel settore finanziario è un fenomeno positivo. Questo è un dato che possiamo dare per acquisito e, sicuramente, relatori ben più titolati di me si sono occupati di questo aspetto. Condivido, dunque, l'esigenza di dover promuovere in qualche modo lo sviluppo del set-

tore. Vorrei dare un piccolo contributo volto a comprendere come consentire l'introduzione nel nostro ordinamento di una cosiddetta *sandbox*. Posto che approfondirò questo tema nel prosieguo del mio intervento, la *sandbox*, come sappiamo, è uno spazio protetto nell'ambito del quale dei soggetti innovativi possono sperimentare nuovi modelli di *business* per lo svolgimento delle attività finanziarie.

Il mio intervento è diviso in due parti: nella prima parte vorrei disegnare lo sfondo sul quale qualunque ragionamento in materia di disciplina della *sandbox* deve necessariamente proiettarsi; nella seconda parte vorrei, invece, provare a fare una proposta un po' più concreta, partendo dal quadro normativo esistente.

Qual è lo scenario sul quale si deve necessariamente proiettare una disciplina della *sandbox*? Partirei da una constatazione. In genere, nel dibattito sul FinTech l'accento cade innanzitutto sull'aspetto «*tech*», cioè sul fascino, sull'importanza e sul potenziale del digitale e dell'innovazione tecnologica. In secondo luogo, quando si parla dell'altra metà del termine, cioè del «*Fin*», l'accento, sia pure chiaramente con diversità di toni e di sfumature, è posto innanzitutto sul potenziale del FinTech quale canale di finanziamento alternativo delle imprese e, in particolare, delle piccole e medie imprese, che hanno difficoltà ad accedere ai mercati dei capitali strutturati.

Secondo me, rimane un po' sullo sfondo — ma credo che il dottor Panetta e il dottor Vegas torneranno su questo tema nel corso delle loro audizioni — una constatazione: quando si parla di finanziamenti e capitali che affluiscono alle piccole e medie imprese ci si riferisce al risparmio «pubblico», non nel senso di «pubblicistico»,

bensì nel senso di « di pertinenza del pubblico ».

Ciò comporta una serie di corollari.

Il primo è che esiste un'esigenza di tutela di questo risparmio. Senza scomodare l'articolo 47 della Costituzione, penso sia sufficiente leggere i giornali o seguire i lavori parlamentari per condividere questa affermazione.

Il secondo corollario di questa constatazione è che evidentemente non ci si muove in un vuoto normativo: esiste un'esigenza di tutela ed esiste un quadro normativo che nel nostro ordinamento ha quasi cento anni e che è estremamente pervasivo. Chiunque voglia disciplinare il FinTech, in realtà, non sta disciplinando un fenomeno privo di normativa. Si tratta di inserire un fenomeno che ha delle caratteristiche radicalmente innovative in un contesto nel quale esistono norme, stabilite in ampia misura dall'Unione europea, le quali hanno una finalità di tutela e costituiscono, quindi, un vincolo per l'Italia.

Il terzo corollario, connesso con i primi due, è che, come si dice con un'espressione del gergo ormai invalsa, è necessario assicurare un *level playing field*, cioè un terreno di gioco paritario: a parità di attività deve corrispondere una parità di regolamentazione normativa.

Passando alla *slide* numero 3, vorrei darvi un esempio concreto dei temi che mi accingo ad affrontare, relativamente a quali sussistono le esigenze di tutela nel contesto del FinTech e soprattutto — questo è il senso del mio intervento — circa l'esigenza di bilanciare la finalità di promozione del FinTech, attraverso la costituzione di una *sandbox*, con le esigenze di tutela del risparmio: non solo il risparmio va maneggiato con cautela, ma, in connessione con questo, occorre maneggiare con cautela anche la normativa.

Nella medesima *slide* 3 ho preso in considerazione alcune ipotesi che ritengo in parte condivisibili e che sono attualmente allo studio. Ad esempio, parliamo di portali di raccolta di capitale mediante *equity crowdfunding*. Proviamo a immaginare che cosa accadrebbe se eliminassimo il divieto di collocare i titoli di debito e se

eliminassimo il vincolo normativo in base al quale gli investitori cosiddetti « professionali MIFID » (disciplinati cioè dalla *Market in financial instruments directive*) devono investire nei titoli per almeno il 5 per cento.

Senza annoiare nessuno con i tecnicismi, ricordiamo che i portali non svolgono attività di consulenza MIFID, ma fanno soltanto ricezione e trasmissione di ordini. Questo significa che gli investimenti sui portali non sono accompagnati da una valutazione dell'adeguatezza dell'investimento stesso, pur essendo consentita un'attività promozionale delle attività del portale.

Qual è il risultato di questa piccola modifica, che ha sicuramente un suo fascino perché facilita il flusso di capitali verso le imprese? Il risultato è che diventa possibile, anche per investitori *retail*, come i proverbiali « vedove ed orfani », investire in titoli di capitale e in obbligazioni subordinate, senza che nessuno abbia valutato se l'investimento è adeguato per il risparmiatore e senza che nessun investitore professionale abbia investito propri capitali segnalando al mercato la bontà dell'investimento.

Non dico questo per essere distruttivo, ma per segnalare che, come accennavo prima, bisogna maneggiare con cura questa materia. Anche su questo tema ho una mia piccola proposta, che vi illustrerò alla fine del mio intervento. Il punto, a mio parere, è ancora una volta — lo ribadisco — quello di mediare tra le esigenze di tutela e la necessaria promozione del FinTech.

Nella *slide* numero 4 ho cercato di dare il senso del contesto delicato nel quale ci muoviamo. I servizi finanziari sono assoggettati a una regolamentazione molto stringente, che è incentrata *in primis* sulle riserve di attività. Conosciamo il concetto: per svolgere determinate attività è necessario avere acquisito le prescritte autorizzazioni. Nella *slide* ho richiamato le riserve di attività in materia bancaria, di servizi di investimento, di prestazione di servizi di pagamento, le direttive CRD (*Capital requirements directive*), MIFID e PSD (*Payment services directive*), la Solvency II per le assicurazioni, la Direttiva UCITS (*Underta-*

*kings for collective investment in transferable securities*) e l'AIFMD (*Alternative investment fund managers directive*) per la gestione collettiva del risparmio.

Un punto importantissimo per questo dibattito, soprattutto in un'ottica *de iure condendo*, è che, mentre queste sono direttive comunitarie, per cui l'Italia è vincolata, la riserva di attività prevista nel nostro ordinamento per la concessione di finanziamenti è contenuta all'articolo 106 del Testo unico bancario (TUB), che non è di matrice comunitaria: su di esso quindi il legislatore italiano ha una libertà di manovra estremamente più ampia. Mentre non potremmo scegliere di non rendere riservata l'attività bancaria, in astratto — mi rendo conto che non è realistico — si potrebbe eliminare la riserva per la concessione di finanziamenti. Se non è realistico eliminarla, si può sicuramente alleggerirla in specifiche circostanze.

Il quadro normativo è in continua evoluzione. La *slide* numero 5 raccoglie i documenti emessi lo scorso anno, a partire dal dicembre 2016, dalla Commissione europea, dalla Banca centrale europea, dall'EBA (*European banking authority*), dall'EIOPA (*European insurance and occupational pensions authority*) e dalle ESA (*European supervisory authorities*), cioè le autorità di vigilanza europee sui servizi finanziari. Mi pare siano dodici o tredici, ma potrebbe essermi sfuggito qualcosa. Questi sono gli interventi delle autorità europea in un solo anno.

Ci sono anche alcuni documenti che, loro malgrado, sono assurti agli onori delle cronache, in particolare il documento della BCE sulle banche FinTech, che, come sappiamo, è stato molto criticato.

Non ho menzionato i piani di lavoro delle nostre autorità (CONSOB e Banca d'Italia), che ovviamente e giustamente fanno continui riferimenti al FinTech.

Il penultimo è un documento fondamentale, del settembre scorso, sulla *Capital market union*, del quale ho citato un estratto nella *slide* 6: credo che esso dia, per così dire « plasticamente », la misura di come non si possa ignorare il contesto nel quale ci muoviamo.

Il documento sulla *Capital market union*, per i non addetti ai lavori, sta avviando, a livello europeo, il progetto di integrazione della vigilanza — come è stato fatto per le banche — sui mercati finanziari. L'idea è di andare nella direzione di un meccanismo analogo a quello della vigilanza bancaria, ma nel settore che, in Italia, è di pertinenza della Consob.

Questo documento, molto ponderoso, circa 300 pagine, contiene un passaggio esplicito in cui si assegna alle ESA, cioè le autorità di vigilanza europee del settore, il compito di perseguire la convergenza dei requisiti di autorizzazione a livello locale — e quindi assicurare che gli operatori del FinTech siano autorizzati allo stesso modo nei vari Paesi — e di chiarire il regime di disciplina dell'*outsourcing*. Si tratta di un modello di *business* assolutamente imperante in questo settore, perché, di norma, gli intermediari non investono in proprio nelle tecnologie, ma le acquistano da altri. C'è poi un accenno esplicito al coordinamento da parte delle ESA degli *innovation hubs* e forse anche all'emanazione di *guidelines* sulle *sandbox*.

Non si può, dunque, costruire un quadro normativo per le *sandbox* che non sia pienamente coerente e che non si muova nei binari tracciati, anche un po' rigidamente, dal quadro normativo europeo.

Quali possono essere, quindi, su questo sfondo, le linee di intervento per realizzare in concreto una *sandbox* nel nostro ordinamento?

Innanzitutto occorre fare un chiarimento: la *sandbox* a cui mi riferisco è destinata ai soggetti che svolgono attività riservate, cioè quelli che svolgono attività bancaria, assicurativa e servizi di investimento. Dico questo perché la proposta vuole essere un po' ambiziosa, nel senso che disciplinare le *sandbox* per soggetti che non svolgono attività riservate è ovviamente, per definizione, un po' più semplice. Parlerò, quindi, più in dettaglio — questo è l'oggetto della proposta — di una *sandbox* per soggetti che svolgono attività riservate.

Nulla impedisce, però — in un'altra occasione si potrebbe parlare di questo — di estendere la *sandbox* almeno in altre due

direzioni. La prima è l'apertura della *sandbox* ai soggetti che svolgono attività in *outsourcing* per i soggetti vigilati. Mi riferisco, per fare un esempio concreto, alle banche e alle assicurazioni che abbiano messo in piedi un c.d. «*full outsourcing IT*» con un soggetto terzo. Tale soggetto terzo, l'*outsourcer* della banca, potrebbe essere in qualche modo interessato a entrare in una *sandbox*.

Partiamo dal presupposto che non sono soggetti tecnicamente vigilati, bensì soggetti nei cui confronti, in base ad alcune norme contenute nel TUB (testo unico bancario), nel CAP (Codice delle assicurazioni private) e nel TUF (Testo unico della finanza), l'autorità di vigilanza già può richiedere informazioni e presso i quali può già svolgere ispezioni. Essi si trovano, quindi, in una sorta di zona grigia fra i soggetti vigilati e quelli non vigilati.

L'altra linea di sviluppo possibile è l'istituzione del cosiddetto «*guide-point*», cioè un punto di contatto tra le autorità di vigilanza e il mercato, che abbia una funzione — non intendo svilirlo — di *call center* e di canale per chiarire i dubbi degli intermediari. Non è un'ipotesi teorica neanche questa e non stiamo inventando nulla di nuovo. È qualcosa che, per esempio — abbiamo inserito il *link* nelle *slide* — è già in atto, sembra con un certo successo, presso la CFTC (*Commodity futures trading commission*), cioè l'autorità di vigilanza del settore dei derivati negli Stati Uniti.

Passiamo alla *slide* numero 9. Quali possono essere gli spazi di intervento offerti dalle riserve di attività? Abbiamo detto che ci si muove in un contesto nel quale la regola generale è che lo svolgimento di una determinata attività è riservato a soggetti che hanno un'autorizzazione e che dopo l'autorizzazione sono sottoposti a una serie di obblighi organizzativi, di capitale e di condotta nei confronti dei clienti.

Quali possono essere le direttrici per costruire una *sandbox* che abbia l'obiettivo, da un lato, di contemperare l'esigenza di tutela del risparmio e, dall'altro, di alleggerire gli oneri per gli intermediari?

Secondo me si può lavorare in due direzioni. La prima è il concetto di profes-

sionalità. Mi spiego: in tutto il settore finanziario le attività sono soggette a riserva quando vengono svolte professionalmente nei confronti del pubblico. Se io faccio un prestito a un amico, non devo essere iscritto in base all'articolo 106 del TUB; se, invece, mi organizzo professionalmente per svolgere un'attività di finanziamento, devo essere iscritto.

Fra i due estremi del prestito a un amico e dell'attività professionale si può forse lavorare introducendo — la normativa lo consente — una sorta di nozione di professionalità qualificata. L'idea è immaginare che finché ci si muove nella *sandbox* (faccio un inciso: la permanenza nella *sandbox* dovrebbe avere una durata limitata; non è uno statuto permanente, ma è uno statuto temporaneo di sperimentazione) e fissando dei limiti all'attività del soggetto — faccio l'esempio più semplice — in termini di numero massimo di clienti che può avere o in termini di importo massimo delle operazioni che può porre in essere con i clienti, allora la normativa potrebbe riconoscere che il soggetto in qualche modo ha una professionalità qualificata, ma non ancora dispiegata in pieno e non è destinata a svolgersi, come per un soggetto debitamente e pienamente autorizzato, in modo indistinto verso il pubblico.

L'altro fondamentale principio sul quale si può fare leva è il principio di proporzionalità, che è pacifico, accettato e riconosciuto anche dal legislatore. In Italia, nella legge n. 262 del 2005 sul risparmio troviamo una prima codificazione espressa del principio di proporzionalità nell'azione di vigilanza, poi inserito nel TUF, nel CAP, nelle circolari della Banca d'Italia n. 285 del 2013 e n. 288 del 2015.

Ho qui inserito la definizione di principio di proporzionalità che si trova nel TUF, perché mi sembra che sia quella che meglio coglie il senso del principio stesso: esercizio del potere — ci si riferisce al potere delle autorità di vigilanza — che sia adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari. Si parla della CONSOB, ma ciò vale anche per il legislatore: può esercitare i suoi poteri e



dettare norme solo nella misura minima necessaria per ottenere i risultati.

Una cosa importante è che il principio di proporzionalità non significa di per sé minori oneri e requisiti, ma significa minori oneri e minori requisiti al ridursi, in modo proporzionale, dei rischi che l'attività comporta.

Traduco una frase in inglese che cito dal documento sulla *Capital market union*. Mi piace richiamarla perché afferma espressamente che, per sostenere i servizi di innovazione, è importante assicurare che il principio di proporzionalità sia applicato specialmente nell'autorizzare e nel vigilare le *small start-up*, cioè le *start-up* di dimensioni minori. In questa frase troviamo per la prima volta uniti il mondo delle *start-up* e quello dei soggetti vigilati, al fine di riconoscere espressamente qualcosa che era già intuibile: l'idea che si debba dare cittadinanza al principio di proporzionalità anche nell'analizzare il fenomeno delle *start-up*.

Nella *slide* numero 10 illustro in modo un po' più strutturato ciò che ho già accennato più volte. Da un lato si potrebbe ragionare su un margine di operatività limitata, cioè immaginare di avere soggetti che, nella *sandbox*, possano operare con dei limiti, che andranno stabiliti. Naturalmente non c'è il tempo e non è questa la sede per definirli nel concreto, però possiamo fare degli esempi: come dicevo prima, si potrebbe stabilire il numero massimo di operazioni, l'importo massimo delle operazioni e la tipologia delle controparti. Sono tutti elementi di cui la normativa fa spesso uso nel contesto dei servizi finanziari.

Se non si opera con i consumatori, è più facile prevedere un alleggerimento dei requisiti, se si opera con investitori « professionali MIFID » è possibile un ulteriore alleggerimento, mentre se si opera con operatori « qualificati MIFID », cioè con istituzioni finanziarie in senso stretto, ciò può avvenire in maniera ancora più incisiva. Si potrebbero stabilire, quindi, restrizioni sull'operatività e restrizioni sul tipo di clienti.

Chiaramente una condizione necessaria è una durata circoscritta e predeterminata della permanenza nella *sandbox*. Io ho ipo-

tizzato una durata di dodici mesi, ma naturalmente non c'è un numero magico; ovviamente non potrà essere di tre mesi, perché deve trattarsi di un tempo adeguato per consentire all'impresa di condurre, nella *sandbox*, una sperimentazione sufficiente.

A fronte di questo, ovviamente, se io ho un'operatività limitata, posso beneficiare della semplificazione del processo autorizzativo. Si sente spesso dire che bisogna ridurre il *time to market* delle imprese, cioè il tempo che impiega un soggetto per arrivare a operare.

Poiché i termini per concedere le autorizzazioni non sono indicati nelle direttive, potrei immaginare anche di ridurli, così come si potrebbe pensare ad alcune limitazioni dei requisiti patrimoniali e organizzativi che gravano su questi soggetti. In seguito farò qualche esempio più concreto.

Nella *slide* numero 11 ho dato una rappresentazione grafica di come dovrebbe funzionare questa ipotesi di *sandbox*: l'impresa FinTech — chiamiamola così — presenta, non l'istanza di autorizzazione ordinaria che trovate nella colonna di sinistra della *slide*, ma un'istanza di autorizzazione per l'accesso alla *sandbox*.

Nel Regno Unito, dove questa esperienza è stata avviata da tempo, viene pubblicata una sorta di bando, che penso avrebbe il vantaggio di rendere più gestibile il processo e forse consentirebbe anche di dare maggiore risalto alle iniziative che si pongono in essere.

Si accede alla *sandbox* a una condizione importante, ossia il carattere innovativo dell'iniziativa, e si svolge nella *sandbox* un periodo di attività. Dopodiché, terminata la permanenza nella *sandbox*, ci sono due scenari: o il soggetto è diventato sufficientemente robusto, la sperimentazione ha avuto successo e il nuovo modello non pone particolari rischi, cosicché il soggetto può accedere al mercato « ordinario », con un'autorizzazione piena, che tiene conto di ciò che è successo e, quindi, potrà essere alleggerita, oppure la sperimentazione non ha funzionato e il soggetto deve uscire dal mercato.

La *sandbox*, tornando al tema iniziale del *level playing field*, non presuppone che

ci sia né un « liberi tutti » né una riduzione in via definitiva degli obblighi. L'idea è che si possa condurre una sperimentazione insieme all'autorità; dopodiché, nei limiti che specificherò poi, se si va « a regime », la normativa a cui si è sottoposti è quella comune, perché a parità di attività e a parità di rischio non può che corrispondere una parità di disciplina.

Poiché « settore finanziario » è un'espressione estremamente generale, nella *slide* numero 12 ho provato a indicare quali sono i settori nei quali si potrebbe immaginare di ragionare in termini di *sandbox*. Sono quelli che trovate sulla sinistra. L'attività di concessione di finanziamenti, secondo me, è forse la candidata principale a essere oggetto della disciplina della *sandbox*. Le altre sono i servizi di investimento, i servizi di pagamento e l'attività assicurativa.

Non vedo realisticamente una *sandbox* nel mondo dell'attività bancaria, perché nella scala della regolamentazione le banche sono il soggetto più rigido e robusto, in quanto raccolgono i depositi e, quindi, le esigenze di cautela nella loro attività è al massimo livello. Allo stesso modo, non prenderei in considerazione una *sandbox* nel settore della gestione collettiva del risparmio, cioè nei fondi, nelle SICAV (società di investimento a capitale variabile) e nelle SICAF (società di investimento a capitale fisso). Dobbiamo rimanere nella colonna di sinistra della *slide*.

La *slide* numero 13 è dedicata specificamente a ciò che si potrebbe ipotizzare nell'ambito del settore della concessione di finanziamenti. Ribadisco che la concessione di finanziamenti non rientra tra gli ambiti di riserva della matrice comunitaria, quindi su di essa ci sono margini di intervento molto ampi. Attualmente l'attività è riservata quando è svolta nei confronti del pubblico, in base a un decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 2015, che definisce appunto tali ipotesi di svolgimento dell'attività presso il pubblico. In questo contesto si potrebbe immaginare, per esempio, un'ipotesi in cui un soggetto che opera nella *sandbox*, per una durata di tempo limitata, nei confronti solo di  $x$

clienti in un anno e con un volume di attività non superiore a una soglia  $y$ , sia sottoposto a una normativa meno stringente.

Nell'ambito della scelta di sottoporre a riserva determinate attività, il legislatore italiano ha fatto anche una scelta ulteriore nei confronti degli intermediari finanziari: ha trasferito, *sic et simpliciter*, agli intermediari finanziari la disciplina recata dal Regolamento CRR (*Capital Requirements Regulation*), cioè la disciplina dei requisiti patrimoniali previsti per le banche.

Passo ora ad affrontare un aspetto un po' più tecnico, che rappresenta un punto « caldissimo » per gli intermediari. Si tratta di una disciplina che prevede la deduzione degli *intangibles*, cioè degli investimenti in nuove tecnologie. Per le banche non possiamo modificarla (come ho già affermato, difficilmente le banche potranno essere oggetto di queste ipotesi) però si potrebbe pensare di introdurre, per i soggetti della *sandbox* che svolgano attività finanziaria, un regime di deduzione degli investimenti in tecnologia, cioè degli *intangibles*, un po' più leggero di quello vigente.

Un altro punto importante nell'ambito dell'attività di concessione dei finanziamenti riguarda la possibilità di definire meglio l'idea in base alla quale chi opera su una piattaforma di *peer to peer lending* come finanziatore – non come gestore della piattaforma – non svolge un'attività professionale. Al di là dei singoli investitori *retail*, ciò è qualcosa che si può affermare già in via interpretativa: si tratterebbe di un'apertura, limitata a questo contesto, la quale potrebbe essere utile per consentire ai fondi di svolgere attività di *direct lending* sulle piattaforme, senza dover sottostare a un quadro normativo abbastanza articolato.

Nella documentazione scritta, che consegno e che posso ovviamente inviare a chi sia interessato (la mia *e-mail* è [alessandro.portolano@chiomenti.net](mailto:alessandro.portolano@chiomenti.net)), troverete inoltre singole *slide* dedicate ai vari settori. Concettualmente è possibile effettuare lo stesso tipo di intervento nel settore dei servizi di investimento.



Vorrei inoltre spendere una parola sui servizi di pagamento, cioè sulla Direttiva PSD2, perché questo è un po' un mantra: se si parla di FinTech, si deve menzionare la PSD2 e il fatto che essa « forza » gli istituti bancari ad aprire le proprie banche dati ai soggetti terzi, attraverso meccanismi di API (*application programming interface*).

La PSD2 ha al suo interno una norma fondamentale che consentirebbe, a mio avviso, di lavorare per la costituzione di una *sandbox*: essa dà la possibilità agli Stati membri di esonerare, anche *in toto*, dal regime normativo della PSD2 stessa gli operatori in relazione ai quali la media mensile dell'importo complessivo delle operazioni dell'anno precedente non superi i 3 milioni di euro. Se un operatore ha svolto attività per un volume al di sotto dei 3 milioni di media mensile nell'anno precedente, lo Stato membro può decidere di esonerarlo completamente dalla disciplina prevista dalla normativa.

Questa facoltà nel nostro ordinamento è stata attuata, solo in parte, attraverso l'articolo 114-*sexiesdecies* del TUB, mediante la previsione di esoneri molto parziali, ma in astratto nulla impedisce di immaginare che, per un periodo limitato e sotto la vigilanza dell'autorità competente, il soggetto possa beneficiare di alleggerimenti ulteriori rispetto ai requisiti organizzativi.

Per inciso, a mio avviso, è difficile pensare di ipotizzare una sola *sandbox*; vanno immaginate più *sandbox* (una per settore) perché ovviamente deve essere la singola autorità di vigilanza a vigilare su ciascun settore. Si può pensare a un ruolo del Ministero dell'economia e delle finanze, per esempio, nella valutazione dell'innovazione dei progetti, nella pubblicazione del bando e così via, ossia un ruolo di coordinamento, ma poi la *sandbox* deve necessariamente fare capo, a mio avviso, alle singole autorità di vigilanza.

Passando alla *slide* numero 16, anche in ambito assicurativo è possibile svolgere alcuni ragionamenti abbastanza analoghi. Non mi ci soffermo. Quello che mi preme ricordare è che anche Solvency II, la Direttiva cardine in materia di attività assicurativa, prevede un regime specifico per le cosid-

dette « piccolissime assicurazioni », le quali possono essere sottratte dal legislatore alla disciplina assicurativa ordinaria.

Anche in questo caso, comprensibilmente perché si parla di soggetti destinati a operare a tempo indeterminato, il legislatore italiano, negli articoli 51-*ter* e 51-*quater* del Codice delle assicurazioni private ha scelto di alleggerire molto poco la regolamentazione per questi soggetti, ma nulla impedisce che, magari per un anno o un anno e mezzo, sotto la vigilanza dell'IVASS (Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni), si pensi a una regolamentazione che contenga oneri più leggeri.

L'ultima *slide* sulla quale mi vorrei soffermare è in realtà una digressione, perché vorrei fare un passaggio per chiudere in maniera positiva e bilanciare l'approccio un po' pessimista in materia di portali di *crowdfunding*, svolto all'inizio del mio intervento.

Non credo ci sia necessariamente la necessità di prevedere una *sandbox* per i portali, perché si tratta di soggetti già molto leggeri, però si può sicuramente immaginare, come ho già accennato prima, di eliminare il divieto di offerta di titoli di debito; è sufficiente eliminare le parole « di rischio » dall'articolo 2 del regolamento della CONSOB.

Chiaramente io sono un po' più scettico, come emerge da quanto ho affermato prima, sull'eliminazione totale e senza bilanciamenti del vincolo all'investimento da parte di investitori professionali. Si possono, però, trovare dei « surrogati ». Si potrebbe ipotizzare che questo vincolo non operi se l'investitore ha investito più di  $x$ . È un'idea anche questa diffusissima, della quale fa ampio uso il nostro legislatore. Quando l'investitore investe una cifra importante, si ritiene, a torto o a ragione, che sia più titolato e abbia una maggiore comprensione dell'investimento. Si potrebbe bilanciare l'eliminazione del vincolo all'investimento da parte degli investitori professionali con una previsione di soglie minime di investimento per « tagliare via » il piccolissimo cliente *retail* da investimenti eccessivamente rischiosi.

PRESIDENTE. Ringrazio l'avvocato Portolano per la sua relazione ampia e dettagliata.

Autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna della documentazione consegnata dall'avvocato Portolano (*vedi allegato*) e dichiaro conclusa l'audizione.

**La seduta termina alle 13.40.**

---

---

*Licenziato per la stampa  
il 5 febbraio 2018*

---

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO

## CHIOMENTI

Commissione Finanze – Camera dei Deputati  
Indagine conoscitiva sulle tematiche relative all'impatto della tecnologia  
finanziaria sul settore finanziario, creditizio e assicurativo

### Un possibile modello di *regulatory sandbox* per il settore finanziario

Audizione dell'avv. Alessandro Portolano  
28 novembre 2017

## Un'ipotesi di *sandbox* nel contesto italiano

Il contesto di riferimento e le esigenze di tutela

## Le esigenze di tutela del risparmio: un esempio dal mondo del *crowdfunding*

- Ipotizziamo di (a) eliminare il divieto di collocare titoli di debito sui portali di *equity crowdfunding* e (b) eliminare l'obbligo di investimento da parte di investitori professionali del 5%.
- I portali non svolgono attività di «consulenza» ai sensi della MiFID, ma di «ricezione e trasmissione di ordini». Quindi non è effettuata una valutazione di adeguatezza dell'investimento (pur essendo consentita un'attività promozionale delle attività del portale).
- Il risultato? Diventa possibile per investitori *retail* sottoscrivere strumenti di capitale o obbligazioni subordinate, senza che un intermediario abbia valutato se lo strumento è adeguato per l'investitore e senza che un investitore professionale abbia coinvestito «segnalando» la propria valutazione sullo strumento.

## La necessità di interventi coerenti con il quadro normativo esistente: le riserve di attività

- I servizi finanziari sono assoggettati a una regolamentazione molto stringente, incentrata *in primis* sulla previsione di riserve di attività.
- In particolare: (a) la riserva per l'attività bancaria è dettata dagli artt. 8 e ss. della Direttiva 2013/36/UE («CRD IV»); (b) la riserva per la prestazione dei servizi di investimento è stabilita dagli artt. 5 e ss. delle Direttive 2004/39/CE («MiFID») e 2014/65/UE («MiFID II», che entrerà in vigore il 3 gennaio 2018); (c) la riserva per la prestazione dei servizi di pagamento è fissata dagli artt. 5 e ss. delle Direttive 2007/64/UE («PSD») e 2015/2366/UE («PSD2», il cui termine per il recepimento scade il 13 gennaio 2018); (d) la riserva di attività assicurativa è stabilita dall'art. 14 della Direttiva 2009/138/CE («Solvency II»).
- La riserva per l'attività di concessione di finanziamenti è invece fissata dall'art. 106 del Testo Unico Bancario e *non* è di derivazione comunitaria.



## Un quadro normativo in evoluzione

- ESAs: *"Report on automation in financial advice"* (dicembre 2016).
- EIOPA Single Programming Document 2017-2019.
- Commissione Europea: *"Building a European Data Economy"* (10 gennaio 2017).
- ESMA: *"Report: the distributed ledger technology applied to securities markets"* (7 febbraio 2017).
- Commissione Europea: *"Consultation document. Fintech: a more competitive and innovative European Financial Sector"*.
- EBA, ESMA ed EIOPA: *"Response(s) to the EC Consultation Document on Fintech: a more competitive and innovative European Financial Sector"*.
- Parlamento Europeo: *"Report on FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector"* (28 aprile 2017).
- EIOPA: *"InsurTech Roundtable: how technology and data are reshaping the insurance landscape"* (5 luglio 2017).
- EBA: *"Discussion Paper on the EBA's approach to financial technology (FinTech)"* (4 Agosto 2017).
- BCE: *"Guide to assessments of fintech credit institution licence applications"* (settembre 2017).
- Commissione Europea: *"Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on integrated financial markets"* (20 settembre 2017).
- EBA 2018 Working Programme.

## Il documento sulla «Capital Markets Union»

*«The ESAs would also be tasked with new missions related to Financial Technologies (FinTech). [...]*

- (i) pursue **convergence on licensing requirements** for Fintech companies;*
  - (ii) clarify and update the **supervisory outsourcing frameworks**;*
  - (iii) coordinate national technological innovation hubs, and possibly issue guidelines about technological innovation hubs/regulatory sandboxes set up by Member States;*
  - (iv) on cybersecurity, pursue **convergence of IT risk management**».*
- (Commissione Europea, «Proposal for a regulation on integrated financial markets»)*

## Un'ipotesi di *sandbox* nel contesto italiano

Linee di intervento e ipotesi di regime normativo

## I soggetti “ammissibili” nella *sandbox*

Il modello di *sandbox* qui proposto è destinato ai soggetti che svolgono attività riservate.

Potrebbero peraltro valutarsi i seguenti ulteriori interventi:

- (a) apertura della *sandbox* anche ai soggetti che intendano svolgere attività, non riservate, di fornitura di servizi tecnologici a supporto di intermediari autorizzati mediante forme di *outsourcing*. Si tratta di soggetti, in una certa misura, già sottoposti alla «vigilanza» delle Autorità competenti(\*);
- (b) istituire una forma di confronto più «agile» tra le Autorità di vigilanza e le imprese operanti nel settore (\*\*).

(\*) Si fa riferimento, ad esempio, ai soggetti ai quali gli intermediari abbiano esternalizzato funzioni aziendali essenziali o importanti, che ai sensi del Testo Unico Bancario, del Testo Unico Finanziario e del Codice delle Assicurazioni Private. (a) sono tenuti a trasmettere all'Autorità di vigilanza di settore segnalazioni periodiche e ogni altro dato e documento richiesto; (b) possono essere convocati dall'Autorità di vigilanza; (c) possono essere soggetti a ispezioni e all'applicazione di sanzioni amministrative

(\*\*) Si tratterebbe, peraltro, di una soluzione che già altri ordinamenti hanno adottato: particolarmente interessante è in proposito l'esperienza americana del «*Guide Point*» inaugurato dalla U.S. Commodity Futures Trading Commission e dedicato ai «*fintech innovators*» (consultabile al seguente indirizzo: <http://www.cftc.gov/LabCFTC/GuidePoint/index.htm>).

## Gli spazi di intervento offerti dalle riserve di attività

L'istituzione della *sandbox* potrebbe percorrere due diverse direttrici, coerenti col regime tipico delle riserve di attività:

### La «Professionalità qualificata» delle imprese nella *sanbox*

In termini generali, lo svolgimento di attività finanziarie richiede una preventiva autorizzazione laddove tale attività sia connotata da professionalità e svolta nei confronti del pubblico<sup>(1)</sup>. L'introduzione della *sandbox* potrebbe quindi poggiare sul principio per cui la fase di «test» svolta nella *sandbox* non sarebbe connotata da una professionalità «piena» e destinata a rivolgersi, senza limiti temporali, verso un pubblico indistinto (in ragione dei limiti temporali e operativi dell'autorizzazione).

### Il «principio di proporzionalità»

Anche ove operi una riserva di attività, è possibile applicare la relativa disciplina con modalità che tengano adeguatamente conto del «principio di proporzionalità»: «esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari» (2).

*“Our regulatory framework [must] be applied in a proportionate manner, reflecting the business model, size, systemic significance, as well as the complexity and cross-border activity of the regulated entities. [...] To support innovation services, it is important to ensure that this proportionality principle is applied, especially, when authorizing and supervising smaller start-ups.”* (Commissione Europea, “Consultation. Fintech: a more competitive and innovative European financial sector”)

(1) Si vedano, ad esempio: (i) l'art. 106 del Testo Unico Bancario, che fissa la riserva per le attività finanziarie stabilendo altresì che «Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, [specifici] il contenuto delle attività [di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma], nonché in quali circostanze ricorra l'esercizio nei confronti del pubblico»; (ii) l'art. 18 del Testo Unico della Finanza, che fissa la riserva di attività per la prestazione dei servizi di investimento svolti «professionalmente nei confronti del pubblico».

(2) Sul piano nazionale, si vedano ad esempio l'art. 23, co. 2, della l. 262/2005 («Legge sul risparmio»); l'art. 6, co. 01, lett. b), del Testo Unico della Finanza; l'art. 3-bis, co. 3, del Codice delle Assicurazioni Private; le Circolari della Banca d'Italia 285 (in materia di banche) e 288 (in materia di intermediari finanziari di cui all'art. 106 del Testo Unico Bancario), nonché le disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica, sempre della Banca d'Italia.

## Il regime di operatività all'interno della *sandbox*: un'ipotesi di equilibrio tra opposte esigenze

### Margini di operatività limitata

- Vincoli relativi al numero, ai volumi e alla tipologia delle operazioni
- Restrizioni al numero e alla tipologia di clienti (ad es. no consumatori)
- Prefissata e circoscritta validità temporale (ad es. 12 mesi, o comunque un tempo sufficiente a «testare» l'iniziativa sul mercato)

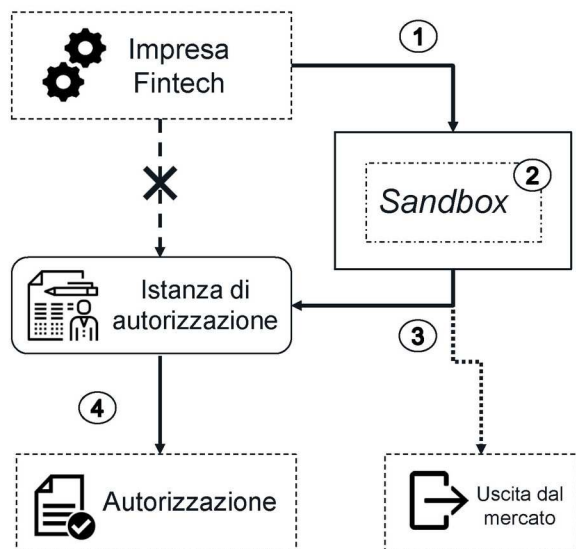
### Regime normativo e autorizzativo «alleggerito»

- Iter autorizzativo più breve e meno complesso rispetto a quello ordinario
- Riduzione / semplificazione dei requisiti patrimoniali e organizzativi ordinariamente richiesti per il rilascio dell'autorizzazione, ferma restando l'esigenza di assicurare una adeguata copertura dei rischi assunti



## Un possibile modello di *regulatory sandbox*

### Il funzionamento della *sandbox*



- ① L'impresa fintech presenta (non una normale istanza di autorizzazione, ma) un'istanza di accesso alla Sandbox (nell'ambito di un "bando", in ipotesi).
- ② L'impresa fintech è ammessa alla Sandbox previo rilascio di una autorizzazione "limitata" da parte della competente autorità di vigilanza.
- ③ Al termine del periodo di sperimentazione nella Sandbox, l'impresa fintech (a) presenta la normale istanza di autorizzazione oppure (b) esce dal mercato.
- ④ L'Autorità rilascia l'autorizzazione in favore dell'impresa fintech all'esito di un procedimento "semplificato", fermo restando il necessario rispetto degli ordinari requisiti richiesti dalla normativa di settore.

Il modello in esame non prevede, per le imprese fintech che abbiano superato con successo il test nella *sandbox* e decidano di proseguire a operare sul mercato, l'applicazione di deroghe al regime ordinario delle riserve di attività e alla disciplina della vigilanza.

## I settori potenzialmente interessati

- |  |   |
|--|---|
| ✓ Concessione di finanziamenti (106 Tub) | ⊘ Attività bancaria (CRDIV) <sup>(7)</sup>  |
| ✓ Servizi di investimento (MiFIDII)      | ⊘ Sedi di negoziazione di strumenti finanziari ampiamente diffusi tra il pubblico (MiFIDII) |
| ✓ Servizi di pagamento (PSDII)           | ⊘ Gestione collettiva del risparmio (fondi, SICAV, SICAF) (UCITS e AIFMD)                   |
| ✓ Attività assicurativa (SII)            |   |

### Non una *sandbox* ma più *sandboxes*

(7) Con specifico riferimento all'attività bancaria, ad esempio, gli interventi risulterebbero particolarmente complessi in ragione: (a) dell'esigenza di una rigorosa disciplina e uno stretto controllo della raccolta del risparmio, nella forma più «delicata»; (ii) della necessità di regole prudenziali omogenee a presidio della stabilità e solvibilità degli enti; (iii) dell'esistenza di un articolato sistema di vigilanza che attribuisce compiti specifici alla BCE, taluni dei quali esercitabili in via esclusiva, come ad esempio in materia di autorizzazione all'ingresso nel mercato.

## I settori potenzialmente interessati

### La concessione di finanziamenti

Spazi di intervento	Modifiche normative
<ul style="list-style-type: none"> <li>A differenza degli altri settori finanziari, <u>l'attività di concessione di finanziamenti è soggetta esclusivamente a una riserva nazionale</u> (art. 106 del Testo Unico Bancario).</li> <li>In esecuzione della delega contenuta nell'art. 106 del Testo Unico, il D.M. 53/2015 definisce le ipotesi in cui l'attività di finanziamento, <u>debba ritenersi prestata nei confronti del pubblico</u>.</li> <li>Il legislatore italiano ha scelto di assoggettare gli intermediari finanziari a requisiti prudenziali analoghi a quelli delle banche, facendo ampio ricorso alla tecnica del rinvio, richiamando le disposizioni del Regolamento (UE) n. 575/2013 («CRR»), dettato essenzialmente per le banche.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ammissione alla <i>sandbox</i> rilasciata a fronte di restrizioni operative. Ad esempio, (i) numero massimo di clienti ovvero tipologia (non consumatori); (ii) importo massimo (unitario o complessivo) delle operazioni di finanziamento.</li> <li>Alleggerimento dei requisiti patrimoniali e organizzativi: ad esempio, autorizzazione a dedurre solo parzialmente dai fondi propri gli <i>intangibles</i> relativi agli investimenti in nuove tecnologie<sup>(8)</sup>.</li> <li>Esclusione dalla nozione di «operatività nei confronti del pubblico» dell'attività di erogazione di prestiti per il tramite di piattaforme di <i>peer to peer lending</i> da parte di soggetti non autorizzati allo svolgimento dell'attività di concessione di finanziamenti<sup>(9)</sup>.</li> <li>Si applicano le ordinarie regole di condotta</li> </ul>

(8) Tra le norme del CRR richiamate dalla Circolare 288 figura infatti l'art. 36, ai sensi del quale: «*gli enti deducono dagli elementi del capitale primario di classe 1: [...] b) le attività immateriali*». Per l'effetto, anche gli intermediari finanziari sono tenuti a dedurre dai fondi propri, ad esempio, tutti i costi di ricerca e sviluppo, nonché quelli relativi all'acquisto di diritti di brevetto industriale, concessioni, licenze e ulteriori diritti simili, che costituiscono la grande maggioranza degli investimenti destinati all'innovazione digitale.

(9) Ad esempio, organismi di investimento collettivo (OICR) che non rientrino nella nozione di «OICR di credito» di cui all'art. 46-bis del Testo Unico della Finanza e altri soggetti che intendano investire in crediti.

## I settori potenzialmente interessati

### *Servizi di investimento*

#### Spazi di intervento

- L'esercizio professionale di servizi e attività di investimento **verso il pubblico**, da parte delle SIM, deve essere autorizzato dalla Consob (sentita la Banca d'Italia)<sup>(10)</sup>, che rilascia l'autorizzazione al ricorrere di condizioni che potrebbero essere semplificate al fine di agevolare l'ingresso delle imprese fintech nella *sandbox*.
- Il CRR prevede un trattamento di favore per le imprese di investimento che: (i) non sono autorizzate alla prestazione del servizio accessorio di locazione di cassette di sicurezza e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti; (ii) prestano soltanto uno o più dei seguenti servizi e attività: «ricezione e trasmissione di ordini»; «esecuzione di ordini»; «gestione di portafogli»; «consulenza in materia di investimenti» e (iii) non sono autorizzate a detenere fondi o titoli appartenenti ai loro clienti.

#### Regime semplificato per i soggetti nella *sandbox*

- Ammissione alla *sandbox* rilasciata a fronte, ad esempio: (i) del mantenimento del volume di affari entro certi limiti; (ii) del divieto per l'impresa di detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti e di assumere rischi in proprio; (iii) dell'obbligo di operare esclusivamente con clienti professionali<sup>(11)</sup>.
- Alleggerimento dei requisiti organizzativi: ad esempio, possibilità di istituire un'unica funzione aziendale di controllo (in cui confluiscono la funzione di controllo di conformità, la funzione di gestione del rischio e quella di revisione interna)<sup>(12)</sup>.
- Le imprese fintech potrebbero beneficiare del richiamato trattamento di favore previsto dal CRR con riferimento a talune tipologie di imprese di investimento, potendo in taluni casi essere integralmente esentate dal rispetto dei requisiti prudenziali stabiliti dalla normativa europea.

(10) Art. 19 del Testo Unico della Finanza.

(11) La prestazione dei servizi di investimento nei confronti della clientela *retail* potrebbe essere ammessa laddove le operazioni di investimento compiute tramite una piattaforma abbiano un importo massimo.

(12) Ai sensi dell'art. 12, co. 1, del Regolamento Congiunto Banca d'Italia – Consob del 29 ottobre 2007 prevede che la scelta di istituire una funzione di controllo unica sia demandata alla valutazione dell'intermediario «*in linea con il principio di proporzionalità*».

## I settori potenzialmente interessati

### Servizi di pagamento

#### Spazi di intervento

- La PSD consente agli Stati Membri di derogare, in tutto o in parte, all'applicazione delle procedure di autorizzazione e delle norme, prudenziali e organizzative, dalla stessa previste con riferimento agli operatori in relazione ai **quali la media mensile dell'anno precedente dell'importo complessivo delle operazioni di pagamento non superi i 3 milioni di Euro**;
- Tale facoltà è stata solo parzialmente esercitata dal legislatore italiano (v. art. 114-*sexiesdecies* del Testo Unico Bancario e Capitolo IX delle Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica della Banca d'Italia).
- In particolare, il legislatore è intervenuto esclusivamente sui requisiti prudenziali e organizzativi previsti dalla PSD, mentre gli istituti «a operatività limitata» sono soggetti al medesimo requisito ed *iter* autorizzativo previsto per gli istituti «a operatività ordinaria».

#### Regime semplificato per i soggetti nella *sandbox*

- Ammissione alla *sandbox* subordinata al rispetto delle seguenti condizioni: (i) importo complessivo massimo delle operazioni di pagamento eseguite su base mensile inferiore al limite stabilito dal provvedimento istitutivo della *sandbox* (e comunque inferiore a 3 milioni di Euro, previsti come limite massimo dalla PSD); (ii) divieto di concedere finanziamenti in relazione ai servizi di pagamento prestati; (iii) divieto di operare all'estero mediante lo stabilimento di succursali, l'impiego di agenti o in regime di libera prestazione di servizi.



## I settori potenzialmente interessati

### Attività assicurativa

#### Spazi di intervento

- La Solvency II (con disposizione recepita dall'art. 51-ter del Codice delle Assicurazioni Private) prevede un regime di esenzione per le «piccolissime assicurazioni»<sup>(14)</sup>, le quali sono sottratte all'applicazione di tutte le disposizioni contenute nella Direttiva, comprese quelle in materia di accesso all'attività assicurativa.
- Il legislatore italiano ha imposto il conseguimento dell'autorizzazione anche alle imprese assicurative di ridotte dimensioni e complessità, pur prevedendo che alle medesime si applichi un regime speciale ai sensi degli artt. 51-ter e 51-quater del Codice delle Assicurazioni Private (v. il Regolamento IVASS n. 9/2016 sulle «imprese di assicurazione locali»).

#### Regime semplificato per i soggetti nella *sandbox*

- Ammissione alla *sandbox* rilasciata a fronte di restrizioni operative afferenti, ad esempio, (i) al numero massimo di clienti ovvero alla tipologia; (ii) all'importo massimo (unitario o complessivo) delle operazioni.
- Alleggerimento dei requisiti patrimoniali e organizzativi, ad esempio in termini di capitale minimo iniziale<sup>(15)</sup>.
- Possibilità per l'impresa fintech che, all'esito della fase di test, non intenda avviare l'*iter* autorizzativo «standard» di continuare a operare come «impresa di assicurazione locale» nel rispetto dei relativi requisiti.
- Esclusione dalla nozione di prestazione di attività assicurativa della partecipazione a piattaforme di *peer to peer insurance*.

(14) Ai sensi dell'art. 4 della Solvency II, sono escluse dall'ambito di applicazione della Direttiva le imprese di assicurazione che presentino talune specifiche caratteristiche dimensionali

(15) Ai sensi dell'art. 8 del Regolamento IVASS n. 9/2016, l'ammontare minimo iniziale del capitale sociale delle imprese di assicurazione locali è compreso tra 1,5 e 7,5 milioni di Euro, a seconda del ramo assicurativo in cui intendono operare, a fronte di un ammontare massimo di premi raccolti pari al massimo a 5 milioni di Euro.



## Una digressione: i portali di *equity crowdfunding*

### Spazi di intervento

- La disciplina dei portali di *equity crowdfunding*, attualmente recata dall'art. 50-*quinquies* del Testo Unico della Finanza e dal Regolamento attuativo Consob n. 18592/2013, non consente ai gestori di tali portali di: (a) promuovere l'offerta di titoli di debito sulla piattaforma gestita; (b) svolgere attività di intermediazione nella compravendita di titoli («mercato secondario»).
- L'art. 24, co. 2, del Regolamento Consob n. 18592/2013, richiede che, ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, una quota pari ad almeno il 5% degli strumenti finanziari venga sottoscritta da investitori professionali, da fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* innovative.

### Regime semplificato per i soggetti nella *sandbox*

- Autorizzazione dei portali di *equity crowdfunding* alla promozione di offerte pubbliche per la sottoscrizione, anche da parte di clienti *retail*, di titoli di debito emessi dalle imprese partecipanti al portale<sup>(16)</sup>.
- Autorizzazione dei portali di *equity crowdfunding* alla creazione e gestione di sistemi volti a facilitare l'incontro, sul mercato secondario, della domanda e dell'offerta dei titoli, modulata al fine di verificarne la compatibilità con le esigenze di tutela dei risparmiatori sottese alla disciplina dei mercati regolamentati.
- Disapplicazione della soglia minima di sottoscrizione degli investitori professionali ex art. 24, co. 2, del Regolamento Consob n. 18592/2013 nel caso in cui l'importo massimo dell'investimento di ciascun aderente, come stabilito dall'emittente, non superi una determinata soglia.

(16) Potrebbe, ad esempio, essere eliminata la locuzione «di rischio» con riferimento al capitale, contenute nelle definizioni di «portale», «gestore», «offerta» e «strumento finanziario» nell'art. 2 del Regolamento Consob n. 18592/2013.

Grazie.



**Alessandro Portolano**  
Partner  
Regulatory – Financial Services  
T. +39 02 7215 7635  
M. +39 328 6290857  
[alessandro.portolano@chiomenti.net](mailto:alessandro.portolano@chiomenti.net)

