

**COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA
SUL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO**

RESOCONTO STENOGRAFICO

AUDIZIONE

59.

SEDUTA DI MARTEDÌ 6 LUGLIO 2021

PRESIDENZA DELLA PRESIDENTE **CARLA RUOCCO**

INDICE

	PAG.		PAG.
Comunicazioni:		Laus Mauro Antonio Donato (PD)	10
Ruocco Carla, <i>presidente</i>	3	Scopelliti Maria Antonietta, <i>Segretaria generale della Consob</i>	4, 10, 11
Sulla pubblicità dei lavori:		<i>ALLEGATO 1: FINTECH – Profili di attenzione e opportunità per gli emittenti e il risparmio nazionale</i>	13
Ruocco Carla, <i>presidente</i>	3	<i>ALLEGATO 2: SCHEDA – Risposta alle domande sulla disciplina dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie formulate nel corso dell'audizione della Consob dell'8 giugno 2021</i>	27
Audizione di Maria Antonietta Scopelliti, Segretaria generale della Consob, in merito alle strategie e alle recenti proposte legislative della Commissione Europea in materia di finanza digitale:			
Ruocco Carla, <i>presidente</i>	3, 10, 11, 12		
Lannutti Elio (MISTO)	11		

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DELLA PRESIDENTE
CARLA RUOCCO

La seduta comincia alle 12.15.

Comunicazioni.

PRESIDENTE. Ricordo che per ragioni di sicurezza sanitaria il foglio firme non verrà portato dall'assistente, ma lasciato di fronte al banco della Presidenza.

Comunico che l'Ufficio di Presidenza, integrato dai rappresentanti dei gruppi, nella riunione dello scorso 11 novembre ha convenuto sull'opportunità che la Commissione si avvalga della collaborazione, ai sensi dell'articolo 21 del Regolamento interno, in qualità di consulente scelto tra personalità di riconosciuta indipendenza e comprovata competenza ed esperienza nelle materie di interesse della Commissione sulle materie che saranno oggetto del programma dei lavori e per la durata della legislatura, del professor Filippo Zatti, professore associato di diritto dell'economia all'Università di Firenze.

Il professor Zatti ha prestato il prescritto giuramento giovedì 17 giugno 2021, assumendo in tal modo il pieno esercizio delle funzioni di consulente della Commissione e le conseguenti responsabilità.

Comunico, inoltre, che il dottor Francesco Tuccari, consulente di questa Commissione con lettera del primo luglio 2021, ha rassegnato le proprie dimissioni.

Comunico, infine, che la dottoressa Maria Antonietta Scopelliti, Segretario generale della Consob, in vista dell'odierna audizione ha presentato della documenta-

zione in regime libero che è stata posta in distribuzione.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche mediante l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso e la trasmissione in diretta streaming sperimentale sulla web-tv della Camera dei deputati.

Audizione di Maria Antonietta Scopelliti, Segretaria generale della Consob, in merito alle strategie e alle recenti proposte legislative della Commissione Europea in materia di finanza digitale.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'audizione di Maria Antonietta Scopelliti, Segretaria generale della Consob, in merito alle strategie e alle recenti proposte legislative della Commissione Europea in materia di finanza digitale. La Commissione ha ravvisato l'opportunità di svolgere un approfondimento in merito alle strategie e alle recenti proposte legislative della Commissione Europea in materia di finanza digitale e, più in generale, sui profili di attenzione e sulle opportunità derivanti da Fintech per gli emittenti e il risparmio nazionale.

È oggi presente la Segretaria generale della Consob, Maria Antonietta Scopelliti, che ringrazio per aver accolto il nostro invito. Quanto all'oggetto dell'odierna audizione è stato richiesto di illustrare alla Commissione le principali tematiche di interesse, anche nell'ottica di una proficua collaborazione finalizzata all'individuazione, ove necessario, di interventi normativi che possano regolare i cambiamenti in atto nei

mercati dei servizi finanziari in termini di diffusione di modelli di *business*, di servizi e prodotti innovativi, nonché fornire all'Istituto idonei strumenti per la tutela degli investitori e per l'efficienza e la trasparenza del mercato dei capitali.

Invito la dottoressa Scopelliti a svolgere la relazione in un tempo massimo di trenta minuti. Seguirà, quindi, il dibattito in Commissione. Prego, dottoressa.

MARIA ANTONIETTA SCOPELLITI, *Segretaria generale della Consob*. Grazie, presidente. Grazie a tutti. L'espressione « Fintech » evoca un universo eterogeneo di operatori, attività e strumenti della finanza tradizionale e innovativa, in parte connessi e in parte intercambiabili. Qualsiasi innovazione tecnologica nel mondo finanziario, sia nei processi che nei prodotti, viene chiamata « Fintech » e si passa dalla più collaudata aggregazione di dati su piattaforme tecnologiche alla più sofisticata, come la realizzazione degli *smart contract* sul *blockchain*.

Il Fintech è uno strumento trasversale di innovazione, che determina una rete di relazione tra operatori tradizionali, *start up*, soggetti regolamentati e soggetti non regolamentati. Ogni segmento di attività del mercato finanziario può essere infatti astrattamente digitalizzato e richiede, per comprendere le implicazioni, un'analisi puntuale e specifica. In questa sede darò conto soprattutto della complessità e dell'ampiezza del fenomeno e delle caratteristiche per il mercato italiano. Poi se ci saranno degli interessi specifici potremmo approfondire.

Ho inserito nella mia presentazione alcuni dati tratti da una *survey* svolta nel 2020 dalla Banca Mondiale, che ci dice quali sono i settori nei quali nel 2020 la digitalizzazione ha dato forte sviluppo. Rinvierei al testo per i dati specifici. Invece passerei direttamente, considerato anche il tempo, alla descrizione e all'approccio — dal punto di vista dei rischi e del monitoraggio dei rischi — dell'osservazione del Fintech da parte del Financial Stability Board nello studio del 2019, che vede il Fintech articolato in questi punti.

Punto 1: la digitalizzazione dei servizi bancari e di investimento, i settori in cui appaiono nuovi fornitori di servizio ad alta tecnologia che possono competere o cooperare con i soggetti tradizionali (banche e imprese di investimento) anche offrendo servizi nuovi ma complementari a quelli tradizionali. La concorrenza diretta in tale settore pone il problema della riduzione dei margini dell'attività tradizionale, con impatti sui modelli di *business* e sulle strutture dell'intermediazione finanziaria. In Italia si sta peraltro osservando una tendenza che privilegia la cooperazione, quindi la *coopetition*, tra vecchi e nuovi soggetti.

Punto 2: offerta diretta di servizi finanziari da parte di grandi società tecnologiche, che contano su una base di clienti da considerarsi irraggiungibile per i più grandi soggetti tradizionali. Sono società che hanno posizioni dominanti nei mercati, facile accesso al capitale e capacità tecnologiche per gestire le impressionanti quantità di dati di cui entrano in possesso. Stiamo parlando di Google, Amazon, Microsoft eccetera. Queste caratteristiche consentono loro di proporre servizi finanziari e di pagamenti a costi molto bassi. Tale aspetto è considerato attualmente tra i più critici a livello internazionale per l'assenza di un quadro di regole *ad hoc*.

Poi servizi di fornitori di terze parti per la conservazione e gestione dei dati, in particolare servizi *cloud*. Questa evoluzione ha di per sé un efficientamento, ma pone il problema nuovo della vigilanza sull'affidabilità di soggetti terzi che non appartengono a settori vigilati, la cui attività costituisce un rischio operativo molto elevato e difficile da monitorare.

Infine c'è la tokenizzazione di prodotti. È il mondo delle criptoattività e dei relativi mercati di negoziazione che, tralasciando l'aspetto legato ai sistemi di pagamento e alle implicazioni sulla stabilità e sulla politica monetaria, è rilevante soprattutto per la tutela dell'investitore, per l'integrità dei mercati, per gli aspetti di riciclaggio e finanziamento di attività criminali e per l'evasione fiscale e la facilità delle offerte abusive. Le criptoattività possono essere emesse sulla base di un sistema di cripto-

grafie e infrastrutture a registro distribuito, DLT (*Distributed Ledgers Technology*) e possono avere molte funzioni oltre a pagamenti, investimenti in strumenti finanziari, in proprietà immobiliari, funzioni che abilitano la fruizione di servizi cosiddetti *utility token*. Le cryptoattività possono anche essere messe e offerte sul mercato tramite un processo che consente la raccolta dei capitali presso il pubblico. Questo sistema abilita lo scambio di strumenti sul mercato ovvero il trasferimento di valore senza intervento di terze parti. I *token* possono rappresentare quindi qualsiasi valore, ovvero qualsiasi diritto a ricevere un valore. Va sottolineato che queste forme di Fintech operano nel presupposto che il metro di riferimento finale sia comunque la moneta sovrana, ma nelle convenzioni tra privati possono essere accettati anche metri differenti.

Una tassonomia condivisa è assolutamente centrale per la chiarezza delle regole della loro applicazione, soprattutto per valutare la necessità di una transizione da un approccio regolamentare a silos verticali – tendenzialmente per soggetti e settori – a un approccio che guarda ai rischi connessi a una data attività, come ipotizzato nella proposta dell’Unione europea di Regolamento DORA (*Digital Resilience Operational Act*) sulla resilienza e *cybersecurity*, oppure della più recente proposta della Commissione Europea sull’intelligenza artificiale.

Secondo alcuni autorevoli esperti di *computer science*, in un’ottica di regolamentazione orizzontale o trasversale un ulteriore passaggio ineludibile sarà la previsione di regole che riguardano direttamente i requisiti delle infrastrutture tecnologiche a prescindere dal loro ambito di utilizzo finanziario o non finanziario. Parliamo in questo caso dei requisiti di *governance* per le ormai decine di *blockchain* esistenti o di requisiti del sistema di crittografia.

I rischi di assenza di trasparenza, di vuoti normativi e di tutela suscettibili di minare la fiducia del sistema finanziario sono stati segnalati in più occasioni dalla Consob: nel 2021, ad aprile, con il richiamo congiunto Consob-Banca d’Italia; nel qua-

derno Fintech con la portabilità dei dati in ambito finanziario; nell’audizione dello scorso 8 giugno alla Commissione Finanze della Camera; infine nel discorso del Presidente. In questa attesa prospettiva l’ESMA (*European Securities And Markets Authority*) ha lanciato un’ampia *call for evidence* sulla *digital finance* il 25 marzo scorso, sollecitando valutazioni sulla crescente frammentazione delle catene del valore del sistema finanziario come conseguenza dell’affidamento a terzi di servizi rilevanti, sul ruolo crescente delle piattaforme digitali e della possibilità di aggregazione di diversi servizi finanziari sulla presenza di gruppi di attività miste che forniscono congiuntamente servizi finanziari e non finanziari.

Per comprendere compiutamente il Fintech e le sue implicazioni è opportuno che le autorità siano presenti nelle sperimentazioni con funzioni di conoscenza e monitoraggio, partecipando anche alle catene digitali che sfruttano le nuove tecnologie e gestendo direttamente le sperimentazioni in ambiente vigilato, le cosiddette *sandbox*. L’importanza della sperimentazione è confermata dalla ricerca del 2019 della Banca Mondiale che riconosce alle *sandbox* un ruolo centrale per lo sviluppo del settore, in particolare per le aziende Fintech che forniscono servizi ad altre imprese B to B, *business to business*, che sembrano rappresentare il modello prevalente in Italia.

Il pacchetto europeo della finanza digitale del settembre 2020 è articolato in più proposte normative, attualmente allo studio del Consiglio e del Parlamento europeo: il regolamento sulle cryptoattività MICA (*Markets in Crypto-Assets*), l’introduzione di un regime pilota per la sperimentazione su DLT per le infrastrutture di mercato e il regolamento sulla resilienza operativa digitale, cosiddetto « DORA ». Su questo ultimo regolamento di natura trasversale si trovano molti dettagli anche nell’audizione che già è stata fatta alla Commissione Finanza lo scorso 8 giugno da parte della Consob.

Le cryptoattività sono *asset* basati sulla crittografia e sulla DLT, e sono nate con l’obiettivo dichiarato di fare a meno nelle transazioni dell’intervento di soggetti quali

banche con funzioni fiduciarie e di certificazione o garanzia, che sarebbero invece assicurate dalla stessa tecnologia delle contabilità decentrate. Per questo motivo le caratteristiche e l'interoperabilità di queste infrastrutture devono essere regolamentate. Esistono numerosissime *blockchain*.

Gli approcci e la regolamentazione delle criptoattività sono attualmente molto eterogenei e oscillano fra il desiderio di non ostacolare l'innovazione all'esigenza di contenere i rischi per l'investitore e l'integrità del mercato. Lo sviluppo delle criptoattività, se non governato, può avere rilevanti impatti negativi, rischi legali e reputazionali per le istituzioni finanziarie che risultassero esposte in modo significativo, vuoti di tutela per i risparmiatori, rischi operativi legati alla sicurezza dei protocolli, rischi di riciclaggio, evasione fiscale e difficoltà di monitoraggio dei movimenti di capitale. La mappatura di questi rischi globali è incerta per la frammentazione delle informazioni e per i differenti approcci delle pubbliche autorità nelle varie giurisdizioni.

Prescindendo dai problemi di responsabilità sistemica, le criptoattività pongono certamente problemi di *policy* urgenti per gli investitori, come quello di assicurare presidi per contenere rischi di liquidità, di utilizzo di leva finanziaria, di volatilità e rischi operativi. Sulle criptoattività si sviluppa anche una serie ulteriore di strumenti, le *Initial Coin Offering* (ICOs), che implicano un processo di raccolta di capitali a cui corrisponde l'emissione di *token* digitali che possono o meno assegnare diritti su beni, servizi, strumenti finanziari, *commodity* o derivati, le piattaforme di *trading*, i mercati derivati e i fondi che gestiscono portafogli con criptoattività.

In Unione europea l'elemento fondante delle diverse iniziative regolamentari in corso è la distinzione tra criptoattività che rappresentano strumenti finanziari ai quali si applica la consolidata normativa esistente a tutela degli investitori, MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) e prospetti in primo luogo, e altre criptoattività alle quali si applica la nuova normativa proposta con MICA (il regolamento della *digital*

finance), che si ispira alle regole tradizionali ma con alcune differenze.

In particolare non ricadono nell'ambito di applicazione del regolamento MICA, perché disciplinate in altri atti normativi, le cripto-asset qualificabili quali strumenti finanziari come definiti dalla MiFID, la moneta elettronica come definita dalla direttiva 2019/110 CEE (a eccezione dei casi in cui si qualifica come *e-money token* ai sensi del regolamento MICA), i depositi definiti dalla direttiva 2014/49/UE e i depositi strutturati come definiti dalla stessa MiFID, oltre alle cartolarizzazioni come definite dal regolamento UE 2017/2402.

La Consob ha già rilevato alcuni snodi fondamentali dell'azione europea che richiedono un ulteriore sforzo prima dell'adozione finale.

Primo punto: la necessità di individuare in modo puntuale e armonizzato la nozione di « strumento finanziario », che per differenza individua gli ambiti di applicazione del nuovo regolamento sui cripto-asset. Il tema era già stato affrontato dalla Consob nel rapporto delle offerte iniziali e degli scambi di criptoattività nel gennaio 2020, dopo un'ampia consultazione del mercato nel quale si è tentato un primo approccio regolatorio rispetto alle offerte di criptoattività di nuove emissioni, e con riguardo alla fase successiva molto rilevante di negoziazione e diffusione al pubblico.

Secondo punto: l'opportunità di stabilire meccanismi di interpellato europeo – in caso di dubbi – sulla qualificazione di strumenti, soprattutto quando sono coinvolte giurisdizioni e risparmiatori diversi da quelli del Paese di origine, che vedono i poteri delle autorità ospitanti spuntate in virtù del passaporto europeo UE e delle vigilanze delle autorità del Paese di origine. Va sottolineato anche che il principio del passaporto europeo consentirà alle piattaforme europee di offrire anche nuovi prodotti atipici provenienti da Paesi terzi.

Terzo punto: la necessità di prevedere meccanismi di tutela preventiva, come la sospensione delle offerte – in caso di dubbi – sulla qualificazione dei prodotti offerti ai risparmiatori, normativa attualmente assente nel box comunitario.

Quarto punto: l'opportunità di introdurre meccanismi di convergenza e cooperazione internazionale per evitare dannosi arbitraggi e competizioni regolamentari al ribasso. Il ragionamento è valido ancora di più per le sperimentazioni pilota su DLT di funzioni di *trading* e *post trading*, che consentiranno deroghe alla normativa comunitaria da parte delle singole autorità nazionali con conseguente rischio di approcci divergenti all'interno dell'Unione.

Quinto punto: la necessità di identificare i centri di imputazione delle responsabilità, anche laddove l'infrastruttura tecnologica si basi su principi di decentralizzazione, le cosiddette *open DLT permissionless* della *governance*, grazie a protocolli automatici *open source* non immediatamente riferibili a un emittente o a un *service provider*. Trascurare questo aspetto comprometterebbe la capacità di *enforcement* da parte delle autorità di vigilanza.

Come si è detto nella recente audizione sul caso GameStop, è anche maturo il tempo di considerare – nel caso delle criptoattività che non ricadono nella nozione europea di strumenti finanziario – se intervenire decisamente e subito per proibire comunicazioni di *marketing* in assenza di un documento informativo, il cosiddetto *White Paper*, e di altri presidi di trasparenza volti a rafforzare in via generale il potere delle autorità di vigilanza ospitanti. Se non ci fosse convergenza su questi aspetti a livello europeo, la Consob riterrebbe opportuno valutare anche misure nazionali a protezione dei risparmiatori italiani.

La proposta di regime pilota, *sandbox*, riguarda la possibilità di emettere strumenti finanziari tramite *blockchain* e l'introduzione di un regime per le infrastrutture di mercato in base al quale le autorità nazionali, in coordinamento con l'ESMA, potranno accordare deroghe mirate alla disciplina dei depositari centrali e degli strumenti finanziari.

La Commissione Europea ha voluto limitare al momento la sperimentazione regolamentata ai soli strumenti finanziari semplici e caratterizzati da minore liquidità, per avere uno spazio dell'osservazione iniziale che non sia complicato dalla sofisti-

catezza degli strumenti e da eccessivi volumi di transazioni. In particolare, si prevede che le infrastrutture di mercato DLT che possono accedere al *pilot regime* trattino solamente azioni di emittenti con capitalizzazione inferiore a 200 milioni di euro, obbligazioni convertibili, obbligazioni garantite, *corporate bond* e altre obbligazioni pubbliche e private con un'emissione complessiva minore di 500 milioni di euro. Non possono essere invece trattati titoli del debito pubblico. L'ammontare massimo di strumenti finanziari DLT registrati da un depositario centrale o da un gestore di un MTF non può eccedere i 2,5 miliardi di euro di volume di *trading* o di massa amministrata. I limiti posti potrebbero tuttavia limitare l'interesse degli investitori istituzionali a partecipare alle sperimentazioni, soprattutto tenendo in considerazione i *target* di *business* degli operatori di maggiori dimensioni.

Continueranno ad applicarsi su base nazionale le disposizioni in materia di diritto civile e societario e sarà quindi necessario disporsi a quelle modifiche normative riguardanti l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari che consentiranno l'applicazione piena delle regole europee. Come hanno già fatto in altri Paesi europei (Francia, Germania e Lussemburgo), la Consob ha approfondito questi aspetti e si sta confrontando con le altre istituzioni coinvolte e con gli operatori per consolidare una proposta normativa.

Il Fintech italiano è oggi inevitabilmente lo specchio del mondo imprenditoriale e finanziario italiano. Le *start up* sono piccole imprese con problemi di reperimento dei capitali sul mercato e di penetrazione presso la clientela. I risparmiatori e le PMI sono fortemente legati all'intermediazione bancaria. Per questo motivo il mercato del Fintech tende a registrare in Italia un ruolo preminente delle banche, soprattutto quelle più grandi. I più recenti censimenti del 2020 convergono su alcune caratteristiche del mercato italiano del Fintech. È un mercato piccolo in termini assoluti (solo 350 *start up*), ma in crescita. Il numero è raddoppiato in quattro anni.

È un mercato concentrato in Lombardia – quasi la metà dei soggetti –, le singole *start up* sono molto piccole, avendo meno di 10 dipendenti in media e, inoltre, raccolgono finanziamenti ancora modesti sotto il milione di euro in media, per una quota aggregata di investimenti nel settore pari al 2 per cento del mercato europeo, contro il 50 per cento del Regno Unito e il 19 per cento della Germania. Sono giovani, ma non giovanissimi: circa la metà coinvolgono *under 30*, mentre il resto delle classi di età sono maggiori, ma sempre *under 50* e sono prevalentemente maschili.

Il modello di *business* privilegia un'ottica di collaborazione e non di competizione con gli attori tradizionali, dovuta soprattutto alle difficoltà delle *start up* di crearsi da sole una base sufficiente di clienti, alla difficoltà di reperimento di capitali, alla scarsa conoscenza tecnica e normativa del settore finanziario.

Tra l'altro, le aziende tecnologiche possono scegliere di innovare singole fasi del processo produttivo tradizionale e diventare così le fornitrici di grandi intermediari tradizionali: *scoring* per i finanziamenti, profilatura dei clienti, consulenza robotizzata ma anche servizi per la *compliance*.

I servizi offerti sono principalmente legati all'intermediazione bancaria in termini di fatturato e in numero di aziende del FinTech, in primo luogo per le attività, i finanziamenti e i pagamenti, a cui seguono la gestione di portafoglio, la consulenza e gli investimenti alternativi. Al momento gli stessi risparmiatori italiani e le stesse PMI non rinunciano al rapporto consolidato con le banche e gli intermediari tradizionali e tendono a sperimentare nuove relazioni finanziarie in modo residuale e parallelo. Tuttavia, da questo punto di vista è in forte crescita l'aspettativa di servizi finanziari più personalizzati, capaci di considerare unitariamente la situazione del cliente con modalità tecnologiche facili da usare e *friendly*. Rispetto agli altri cittadini europei, gli italiani sembrano più interessati alla riduzione dei costi e alla digitalizzazione di prestiti e assicurazioni.

Il comparto dei servizi assicurativi InsurTech è rimasto un po' indietro, ma re-

gistra tassi di crescita maggiori. Infatti, è già diventato il terzo settore in termini di fatturato nel mondo FinTech, anche a seguito dell'accelerazione impressa dal *lock-down* e la crescita dall'interesse per i servizi di consulenza delle piattaforme.

Gli investitori istituzionali investono soprattutto in modelli di FinTech *business to business* attraverso accordi di *partnership* con FinTech esistenti e partecipano a incubatori e acceleratori interni ed esterni. Le banche contano per l'80 per cento degli investimenti nel FinTech e, peraltro, oltre il 60 per cento degli investimenti fa capo a sole cinque banche.

Laddove la tecnologia dominante sia relativa allo sfruttamento dei *big data* e soprattutto all'intelligenza artificiale, gli investimenti tendono a rimanere all'interno della banca che vuole mantenere il controllo sui processi aziendali.

Tra i nuovi canali distributivi il ruolo principale spetta alle *app* e ai canali digitali per acquisire nuova clientela e alle nuove modalità di utilizzo di dispositivi digitali per la clientela sofisticata. Tra le nuove tecnologie la classifica vede al primo posto le API (*application programming interface*), ma *post-lockdown* stanno registrando espansione anche *cloud*, *DLT*, *blockchain*, *robotica* e *intelligenza artificiale*.

Per le autorità si pone il problema fondamentale di individuare il perimetro di regolamentazione e vigilanza in funzione delle esigenze di tutela da un lato dei nuovi prodotti e servizi, la cui tassonomia è ancora incerta, mentre dall'altro lato abbiamo una trasformazione a moltiplicatore degli operatori presenti: operatori universali con le banche, creatori di prodotti, distributori che entrano in contatto con la clientela e fornitori di servizi tecnologici.

Un aspetto molto rilevante per l'Italia riguarda la possibilità per le PMI, grazie alla finanza digitale, di ottenere servizi migliori dal mondo bancario e finanziario. È nota la persistenza di difficoltà delle piccole e medie imprese italiane nel rivolgersi al mercato dei capitali. Negli indici che misurano l'accesso alla finanza delle PMI l'Italia è agli ultimi posti in UE, ventesima nel 2019. Inoltre, la percentuale di

PMI italiane considerate finanziariamente vulnerabili è cresciuta nel 2020 e, nonostante il deterioramento diffuso a livello europeo, rimane la più alta della media UE dai dati BCE. Tra i principali strumenti digitali di raccolta per le PMI vi sono l'*investment base crowdfunding* e le STO (*securing token offering*). Per via indiretta, lo sviluppo della presenza di questi strumenti è emesso nei portafogli gestiti.

In Europa l'*equity crowdfunding* e più in generale l'*investment based crowdfunding* – contrapposta al *non-investment based*, perché finanzia direttamente i progetti senza emissione di titoli – non ha registrato la crescita attesa.

In Italia, a fronte dell'incremento progressivo del numero dei gestori dei portali, non si è registrato un corrispondente aumento del numero di quelli attivi sul mercato in termini di offerte pubblicate, che resta tuttora caratterizzato da un elevato livello di concentrazione dal lato dell'offerta.

Il settore si prepara ad accogliere il nuovo quadro normativo che entrerà in vigore il 10 novembre 2021 con un regolamento specifico della UE che, grazie al principio del passaporto europeo, potrà favorirne lo sviluppo. Il regolamento definisce un nuovo tipo di intermediazione, in cui il fornitore del servizio di *crowdfunding* raccoglie risorse a beneficio delle imprese sotto forma di prestiti o di emissione di strumenti finanziari attraverso una piattaforma digitale aperta.

Sotto il profilo della supervisione alle autorità nazionali spetteranno i poteri di autorizzazioni, vigilanza e poteri sanzionatori sui fornitori. La responsabilità di tenuta del Registro unico europeo è, invece, affidata all'ESMA.

La normativa italiana già esiste dal 2012 ed è all'avanguardia. Inoltre, è stato anche stabilito nella normativa italiana che i gestori di portali debbano aderire a un sistema di indennizzo o sottoscrivere un contratto di assicurazione a copertura della responsabilità professionale in alternativa a requisiti patrimoniali o di capitale che potrebbero non incentivare questo tipo di mercato.

È auspicabile che in sede di attuazione del regolamento europeo che riguarda anche i prestiti, le competenze delle autorità nazionali vengano allocate in funzione dell'effettiva natura dei servizi resa agli investitori, confermando il ruolo centrale della Consob.

Per quanto riguarda le gestioni, alcuni fenomeni potrebbero rendere il settore uno snodo importante nei prossimi anni come i bisogni pensionistici per i più giovani, la possibilità di raggiungere a costi inferiori una nuova platea di investitori, essere più digitali e la personalizzazione dei servizi che potrà tenere conto dei nuovi indirizzi culturali come le tematiche ESG (*environmental, social and governance*). Per gli strumenti finanziari *tokenizzati*, i *security token*, vi è un'equiparazione normativa agli strumenti finanziari tradizionali per le categorie diverse dai *digital token*, di cui si occupa – come abbiamo detto – il regolamento MICA. La loro esigibilità nei portafogli gestiti impone certamente ulteriori riflessioni.

Inoltre, in quanto strumenti finanziari, anche le quote e le azioni di OICR (Organismi di investimento collettivo del risparmio) potranno essere oggetto di un processo di *tokenizzazione* con effetti da valutare sulle attività di amministrazione e commercializzazione.

Infine, per quanto riguarda le offerte di STO, la Consob sta elaborando delle proposte sui requisiti di forma e circolazione degli strumenti finanziari, – azioni, obbligazioni e altro – sul modello di quanto già effettuato in altri ordinamenti europei come in Germania, in Francia e in Lussemburgo per definire un quadro regolamentare idoneo ad accogliere l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari su DLT. Attualmente noi abbiamo gli strumenti cartacei e gli strumenti dematerializzati, dovremmo introdurre una circolazione degli strumenti digitalizzati, rimanendo al passo con gli ordinamenti più avanzati.

Le STO, che rappresentano il connubio tra tecnologia *blockchain* e strumenti e mercati soggetti a regolamentazione tradizionale, sono idonei a garantire maggiore liquidità proprio laddove questa è intrin-

secamente carente, come i titoli delle PMI. Va ricordato che i *security token* sono a pieno titolo strumenti finanziari, mentre le cripto-attività disciplinate da MICA rappresentano un insieme ancora dai contenuti incerti. Infatti, abbiamo parlato anche della difficoltà di definizione.

Per le STO, la *blockchain* in combinazione con lo strumento degli *smart contract* potrà assicurare la trasparenza e l'integrità delle transizioni e l'abbattimento dei costi di intermediazioni. Per le autorità di controllo sarà fondamentale che venga definito il loro ruolo nella catena DLT e che venga assicurata una reale possibilità di *enforcement* e vigilanza.

Passo alle considerazioni conclusive. La Consob è molto favorevole a una transizione della finanza tradizionale verso il FinTech a condizione che, sulla base dei risultati di adeguate ricognizioni e sperimentazioni, vengano presidiati i rischi per la tutela del risparmio.

Per quanto riguarda le *sandbox* la Consob si è già espressa a favore dell'estensione dell'ambito di applicazione attualmente previsto dalla proposta europea del regime pilota su DLT. L'Istituto sta anche avviando un laboratorio sperimentale per dialogare con il mercato e individuare opzioni tecnologiche compatibili con le norme a tutela degli investitori.

L'obiettivo anche nel mondo della finanza digitale dovrà rimanere quello di indirizzare il risparmio verso la crescita dell'economia reale e sostenibile e legare la sua remunerazione a investimenti produttivi. Per questo motivo uno dei *focus* dell'attività della Consob sarà di individuare e sostenere quelle innovazioni che supportano da un lato l'accesso al capitale e dall'altro la tutela degli investitori. Si tratta del segmento del *digital capital raising*, costituito oggi principalmente dalle piattaforme di *crowdfunding*, ma con un futuro legato allo sviluppo della tecnologia DLT e alla crescita dei mercati di scambio delle attività digitali.

Sul piano della tutela i cittadini devono in ogni caso acquisire al più presto maggiore conoscenza dei pericoli aggiuntivi che corrono quando operano nel mondo digi-

tale. La rincorsa a sanzionare fenomeni fraudolenti e a emettere segnali di allarme è una battaglia che non può essere vinta in un mondo che opera a livello globale senza certezze di *governance* e responsabilità e senza articolazione territoriale. L'educazione finanziaria dovrà continuare con più impegno anche tramite nuovi canali in modo da trovare a quegli investitori sensibili alle sollecitazioni dal *web* e dai *social*, come abbiamo visto nella vicenda GameStop. La trasformazione digitale del mercato finanziario è ormai un processo inarrestabile. Grazie della pazienza.

PRESIDENTE. Grazie a lei. Ci sono interventi? Collega Laus.

MAURO ANTONIO DONATO LAUS. La ringrazio molto, perché la sua è stata una relazione molto dettagliata e ampia.

Ho un'osservazione per quanto riguarda il riciclaggio di denaro e il finanziamento di terrorismo e di attività criminali, un tema complesso nel caso specifico che non conosce confini territoriali. Ci sono delle cose che l'Unione europea potrebbe e dovrebbe fare o che sta già facendo? Sto ponendo una questione politica, non è la mia materia e quindi evito di fare premesse che magari sono fuori luogo. Il tema centrale che volevo porre è questo: come possiamo anche noi, come Commissione, dare uno spunto e mettere in moto delle suggestioni.

I recenti dati del mercato italiano evidenziano che sta crescendo il *private equity* e che contemporaneamente stanno aumentando le *revoche* delle società dalle negoziazioni dei mercati regolamentati. Detto questo, le piattaforme digitali possono rappresentare un'opportunità per le PMI? Secondo lei, le piattaforme potranno ridurre il forte legame tra l'intermediazione bancaria e le PMI, favorendo la creazione del mercato dei capitali? Grazie ancora per la dettagliata relazione.

PRESIDENTE. Grazie. Prego, dottoressa.

MARIA ANTONIETTA SCOPELLITI, *Segretaria generale della Consob*. La norma-

tiva antiriciclaggio è la prima che in qualche modo, anche a livello europeo, cerca di catturare questi soggetti che operano in cripto-attività e in *cryptocurrency*. Inoltre, è la prima normativa che stabilisce non soltanto i soggetti tradizionali come le banche e gli intermediari, ma si estende anche ai notai, ai mercanti d'arte e a tutti coloro che trattano valori, tra cui vi sono anche coloro che hanno depositi di cripto-attività o di criptovalute che non sono definiti in maniera particolare, però sarebbero soggetti agli obblighi antiriciclaggio.

Sulla carta la materia è sotto osservazione ed è oggetto di vigilanza, mentre nella sostanza il problema è quello che noi abbiamo un po' criticato anche nella normativa europea: se la gestione di queste piattaforme è totalmente anonima e non ha una *governance*, a chi si rivolge l'autorità per fermare, per sanzionare o per intervenire? È molto importante che questi presidi di *governance* siano presenti o che ci siano dei soggetti che assumono responsabilità nella catena della circolazione del valore che questo mondo digitale propone.

Chiaramente il regolamento europeo si riferisce quasi esclusivamente a soggetti già vigilati, ma bisogna fare attenzione, perché da un lato ci sono le *big tech* che non sono tradizionalmente vigilate da noi nella materia finanziaria e che saranno anche difficili da vigilare — ci sono normative come quelle del *cloud* e delle terze parti che cercano di farlo —, e dall'altro lato queste piattaforme devono trovare in qualche modo degli elementi responsabilizzati — perlomeno fino a che si arriva all'investitore e al risparmiatore — per consentire all'autorità di svolgere un'azione efficace. Questo è uno dei punti nevralgici di questo mondo.

È vero che non si può rinchiudere l'innovazione, però bisogna lasciare che questi presidi di *governance* siano presenti e occorre sapere a chi rivolgersi per intervenire, interrompere e sanzionare, cioè all'attività di vigilanza che deve essere svolta dalle autorità.

PRESIDENTE. Prego, collega Lannutti.

ELIO LANNUTTI. Grazie, presidente. Ringrazio il Segretario generale, la dotto-

ressa Scopelliti, perché ha fatto una relazione esaustiva, sottolineando anche i gravi pericoli come la mancanza di regolamentazioni. Noi siamo la società della sorveglianza, dove pochi soggetti hanno il dominio assoluto, se non il monopolio, non solo dell'informazione sui *social*, ma anche quella della gestione che adesso cercheranno sempre di più di togliere al sistema tradizionale come le banche, la finanza e le assicurazioni. Di questo la ringrazio molto.

Di fronte a tutto questo il re è nudo, perché chi deve intervenire, come l'Unione europea, interviene con qualche regolamento, ma a livello globale non ci sono Stati che possano fare fronte a questi soggetti.

Su questo le volevo anche fare una domanda. Il regolamento europeo in tema di *crowdfunding* si applicherà dal 10 novembre 2021 per gli strumenti di debito, i cosiddetti « *mini bond* ». Come valuta lei, dottoressa Scopelliti, il limite al controvalore dell'offerta pari a 5 milioni di euro, mentre nel regolamento si prevede la soglia più alta, pari a 8 milioni? Perché vi è questa differenza? Se mi può rispondere, grazie mille.

MARIA ANTONIETTA SCOPELLITI, *Segretaria generale della Consob*. Uno dei modi per limitare i rischi — abbiamo visto che il *crowdfunding* propone i 5 milioni, il regime pilota propone le azioni fino a 200 milioni, quelle semplici o fino a 500 milioni — è quello di porre dei limiti. È più piccolo perché le realtà dovrebbero essere più piccole. Sicuramente diventeranno dei soggetti autorizzati, risolvendo il problema di a chi rivolgersi per intervenire.

Per quanto riguarda il numero, come tutti i numeri europei — non sono un'esperta di *crowdfunding* — credo che sia volutamente un numero di compromesso inferiore agli 8 milioni proprio per rendere un mondo più semplificato.

Le tutele dovrebbero essere altre e nel regolamento *crowdfunding* vi è l'intervento nei confronti del risparmiatore che ha delle tutele più semplici, ma assimilabili a quelli dei servizi di investimento.

È un mondo che pone moltissimi rischi, perché ha un senso economico se si riferi-

sce a una platea di soggetti molto ampia. Per questo motivo le *big tech* hanno dei vantaggi competitivi notevoli, perché conoscono tantissimi soggetti, dal momento che sono collegati con loro. Tuttavia, è anche un mondo che produce o riduce i costi attraverso le DLT, perché le tutele fiduciarie non sono più soggettive, ma sono anche garantite dalla piattaforma. Questo mondo non deve essere frenato, perché per le piccole e medie imprese potrebbe essere un modo — sempre in un sistema che tuteli i rischi — per ottenere quei finanziamenti con dei costi decisamente più ridotti.

PRESIDENTE. Grazie. Io non ho altri interventi. Dispongo che la documentazione consegnata dalla Consob sia allegata al resoconto stenografico della seduta. Ringrazio la dottoressa Scopelliti e dichiaro conclusa la seduta.

La seduta termina alle 13.

*Licenziato per la stampa
il 20 gennaio 2022*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO 1



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

**COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA
SUL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO**

**FINTECH:
Profili di attenzione e opportunità
per gli emittenti e il risparmio nazionale**

*AUDIZIONE
M. ANTONIETTA SCOPELLITI
SEGRETARIO GENERALE
CONSOB*

ROMA, 6 LUGLIO 2021



INDICE

1. *L'universo FinTech*
 2. *Il quadro europeo*
 3. *L'esperienza italiana*
 4. *Il FinTech per lo sviuppo: crowdfunding, gestioni e Securities Token Offerings (STOs)*
 5. *Considerazioni conclusive*
-

1. L'universo FinTech

L'espressione FinTech evoca un universo eterogeneo di operatori, attività e strumenti della finanza tradizionale e innovativa, in parte connessi e intercambiabili. Qualsiasi innovazione tecnologica nel mondo finanziario (sia nei processi che nei prodotti) viene chiamata FinTech, dalla più collaudata (aggregazione di dati su piattaforme) alla più sofisticata (realizzazione di *smart contract* su blockchain). Il FinTech è infatti uno strumento trasversale di innovazione che determina una complessa rete di relazioni tra operatori tradizionali e start-up e tra soggetti regolamentati e soggetti non regolamentati. Ogni segmento di attività sul mercato finanziario può essere infatti astrattamente digitalizzato e richiede, per comprenderne le implicazioni, un'analisi puntuale e specifica; in questa sede si cercherà di dare conto soprattutto della complessità del fenomeno e delle sue caratteristiche nel mercato italiano.

Al mondo FinTech appartengono anche le aziende chiamate Techfin, imprese che nascono in settori tecnologici, e non nella finanza, e che successivamente, sfruttando la tecnologia sviluppata, abbinano al loro business alcuni servizi finanziari, come finanziamenti ai partner, sistemi di pagamento, polizze assicurative e gestioni patrimoniali (Google, Amazon, Apple, Alibaba).

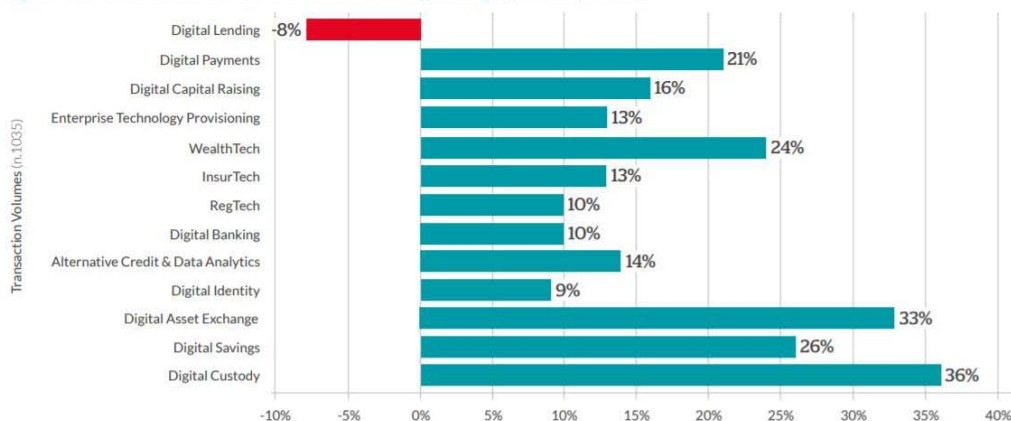
Nella fase attuale stiamo assistendo, soprattutto in Italia, ad un'accelerazione della transizione tecnologica che affiancherà all'economia dell'informazione, affidata ad algoritmi che trasformano velocemente dati in profili informativi mirati, l'economia delle piattaforme che ambiscono anche a trasferire valore. In questa trasformazione, un ruolo-chiave sarà giocato dalla tecnologia a registro distribuito (DLT) e in particolare dalla blockchain. La DLT, con l'utilizzo dei c.d. *smart contract* potrà anche competere con le infrastrutture tradizionali del trading e del post-trading. A partire dalle infrastrutture di post-trading, che svolgono direttamente funzioni di registrazione e



gestione di data-base, si arriverà alle infrastrutture che gestiscono l'intero ciclo di vita di uno strumento finanziario sin dalla sua emissione.

Secondo la più recente survey svolta nel 2020 dalla Banca Mondiale e il World Economic Forum, in collaborazione con l'Università di Cambridge¹, che ha interessato 1.385 aziende FinTech che operano in 169 paesi², vi è stata una crescita media aggregata del settore rispetto all'anno precedente dell'11% con una crescita media delle transazioni del 13% e indicatori di performance tutti in crescita³. Esaminando l'articolazione per funzione dei servizi FinTech, il volume delle transazioni si è ridotto nel settore dei prestiti digitali e gli aumenti più significativi dei volumi si sono registrati nei servizi di custodia digitale (36%), del trading di attività digitali (33%), dei risparmi digitali (26%), delle gestioni e della consulenza (24%) e dei pagamenti digitali (21%). Quasi il 30% degli operatori ha già conseguito una riduzione dei costi e delle commissioni. Va osservata la forte crescita dei settori legati alle piattaforme che operano in cryptocurrency.

Figure 4: Transaction Volumes, All FinTech Verticals (% change, year-on-year H1)



Oltre alla classificazione dei segmenti FinTech utilizzati nella tabella della Banca Mondiale, e precedentemente dal Financial Stability Board nel 2018⁴, quest'ultimo, in un documento del 2019⁵, ha fornito un ulteriore approccio legato al punto di vista delle autorità pubbliche e quindi alle esigenze di monitoraggio dei rischi, che vede il FinTech così articolato:

1. **digitalizzazione di servizi bancari e di investimento**, settore in cui appaiono nuovi fornitori di servizi ad alta tecnologia che possono competere o cooperare con i soggetti tradizionali (banche e imprese di investimento), anche offrendo servizi nuovi ma complementari a quelli tradizionali. La concorrenza diretta in tale settore pone il problema della riduzione

¹ CCAF, World Bank and World Economic Forum (2020) *The Global Covid-19 FinTech Market Rapid Assessment Report*, University of Cambridge, World Bank Group and the World Economic Forum <https://www.ibs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2021/03/2020-ccaf-global-covid-FinTech-market-rapid-assessment-study-v2.pdf>

² Per l'Italia risultano 24 osservazioni

³ La crescita maggiore del settore si è registrata nelle economie in via di sviluppo (+12% nei volumi e + 15% nelle transazioni).

⁴ *Crypto-asset markets Potential channels for future financial stability implications* - 10 October 2018 <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P101018.pdf>

⁵ *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications* - 14 February 2019 <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf>

CONSOB

dei margini dell'attività tradizionale con impatti sui modelli di business e sulle strutture dell'intermediazione; in Italia si sta peraltro osservando una tendenza che privilegia la cooperazione (o meglio la *coopetition*) tra “vecchi” e nuovi soggetti;

2. offerta diretta di servizi finanziari da parte di grandi società tecnologiche che contano su una base di clienti da considerarsi irraggiungibile anche per i più grandi soggetti tradizionali; sono società che hanno peraltro posizioni dominanti nei mercati, facile accesso al capitale e capacità tecnologiche per gestire le impressionanti quantità di dati di cui entrano in possesso; queste caratteristiche consentono loro di proporre servizi finanziari e di pagamento a costi molto bassi; tale aspetto è considerato attualmente tra i più critici a livello internazionale per l'assenza di un quadro di regole ad hoc;
3. servizi di fornitori-terze parti per la conservazione e gestione dei dati (servizi cloud soprattutto); questa evoluzione è di per sé un efficientamento, ma pone il problema “nuovo” della vigilanza sull'affidabilità di soggetti-terzi non appartenenti a settori vigilati, la cui attività costituisce un rischio operativo molto elevato e difficile da monitorare;
4. tokenizzazione di prodotti; è il mondo delle criptoattività e dei relativi mercati di negoziazione che, tralasciando qui l'aspetto legato al sistema dei pagamenti e alle implicazioni sulla stabilità e la politica monetaria, è rilevante soprattutto per la tutela dell'investitore, per l'integrità dei mercati, per gli aspetti di riciclaggio e finanziamento di attività criminali, per l'evasione fiscale e per la facilità di offerte abusive. Le criptoattività possono essere emesse sulla base di un sistema di crittografie e infrastrutture a registro distribuito (DLT) e possono avere molte funzioni, oltre ai pagamenti; investimenti in strumenti finanziari o in proprietà immobiliari, funzioni che abilitano alla fruizione di un bene o un servizio (utility). Le criptoattività possono essere anche emesse e offerte sul mercato tramite un processo che consente la raccolta di capitali presso il pubblico (al pari delle IPO). Questo sistema abilita lo scambio di strumenti sul mercato ovvero il trasferimento di “valore” senza l'intervento di terze parti. I token possono rappresentare quindi qualsiasi valore ovvero qualsiasi diritto a ricevere un valore.

Va sottolineato che queste forme di Fintech operano nel presupposto che il metro di riferimento finale siano comunque le monete sovrane, ma che nelle convenzioni tra privati possono essere accettati anche metri differenti.

Una tassonomia condivisa è assolutamente centrale per la chiarezza delle regole e della loro applicazione, soprattutto per valutare la necessità di una transizione da un approccio regolamentare a silos verticali (tendenzialmente per soggetti o settori) a un approccio che guarda ai rischi connessi ad una data attività (come ipotizzato dalla proposta UE di regolamento DORA su resilienza e cybersecurity e dalla ancor più recente proposta normativa della Commissione Europea sull'Intelligenza Artificiale). Secondo alcuni autorevoli esperti di *computer science*⁶, in un'ottica di regolamentazione orizzontale o trasversale, un ulteriore passaggio ineludibile sarà la previsione di regole che riguardano direttamente i requisiti delle stesse infrastrutture tecnologiche, a prescindere dal loro ambito di utilizzo (ad esempio requisiti di governance per le ormai decine di migliaia di blockchain esistenti o requisiti dei sistemi di crittografia).

I rischi di assenza di trasparenza e di vuoti normativi e di tutela, suscettibili di minare la fiducia stessa nel sistema finanziario, sono stati segnalati in più

⁶ In particolare il Prof. Silvio Micali dell'MIT di Boston.



occasioni dalla Consob: da ultimo, nel 2021, nel Richiamo congiunto Consob/Banca d' Italia e nel Quaderno FinTech su *La portabilità dei dati in ambito finanziario* entrambi di aprile, nell' audizione alla Commissione Finanze della Camera dell' 8 giugno e infine nel Discorso del Presidente al mercato del 14 giugno.

In questa stessa prospettiva, l'ESMA ha lanciato un'ampia *call for evidence* sulla Digital Finance il 25 maggio scorso, sollecitando valutazioni sulla crescente frammentazione delle catene del valore nel sistema finanziario come conseguenza dell'affidamento a terzi di servizi rilevanti; sul ruolo crescente delle piattaforme digitali e della possibilità di aggregazione di diversi servizi finanziari; sulla presenza di gruppi di attività misti che forniscono congiuntamente servizi finanziari e non finanziari.

Per comprendere compiutamente il FinTech e le sue implicazioni è opportuno che le autorità siano presenti nelle sperimentazioni, con funzioni di conoscenza e monitoraggio, partecipando anche alle catene digitali che sfruttano le nuove tecnologie (DLT e Blockchain) e gestendo direttamente le sperimentazioni in ambiente vigilato (sandbox)⁷. L'importanza della sperimentazione è confermata dalla ricerca del 2019 della Banca Mondiale⁸ che riconosce alle sandbox un ruolo centrale per lo sviluppo del settore, in particolare per le aziende FinTech che forniscono servizi ad altre imprese – *Business to Business* (B2B) e che sembrano rappresentare il modello prevalente in Italia.

Le stesse aziende FinTech segnalano il bisogno di indicazioni normative chiare. La difficoltà di muoversi in una regolamentazione complessa e incerta sembra rappresentare un grande ostacolo all'innovazione. Secondo la ricerca già citata della Banca Mondiale, le imprese del FinTech considerano necessarie indicazioni regolamentari chiare soprattutto su temi quali l'adempimento, con strumenti digitali, degli obblighi in materia di conoscenza del cliente (e-KYC), la due-diligence nel rapporto con la clientela, il reclutamento (*on-boarding*) di nuovi clienti. In generale viene ritenuto necessario il supporto del regolatore attraverso percorsi dedicati e accelerati che sfocino in autorizzazioni. Dal punto di vista delle autorità, tra le priorità normative vi devono essere soprattutto i presidi a garanzia dei clienti, la *business continuity* e la cybersecurity. La ricerca sottolinea anche che le principali tipologie di misure regolamentari finora introdotte a livello mondiale riguardano la profilatura della clientela, l'antiriciclaggio e l'identità digitale.

2. Il quadro europeo

Il pacchetto europeo sulla Finanza Digitale del settembre 2020 è articolato in più proposte normative, attualmente allo studio del Consiglio e del Parlamento UE: il regolamento sulle criptoattività (MiCA); l'introduzione di un Regime Pilota per sperimentazioni su DLT per le infrastrutture di mercato e il

⁷ A fine 2020 la Banca Mondiale ha censito 73 sandbox attive in 57 giurisdizioni. Il più alto numero di sandbox si registra in Asia orientale e nella regione del Pacifico, seguite a breve distanza da Europa e Asia centrale. Il Nordamerica è agli ultimi posti. Se il 60% del totale riguarda il FinTech in termini generali (Digital Financial Service – DFS) non legati a specifiche tecnologie o aree tematiche, alcune (come sarà quella europea del regime-pilota) sono dedicate a specifiche innovazioni come la Blockchain, l'Insurtech o i sistemi di autenticazione digitale.
<https://www.worldbank.org/en/topic/FinTech/brief/key-data-from-regulatory-sandboxes-across-the-globe>

⁸ *The World Bank and CCAF 2019 Regulating Alternative Finance: Results from a Global Regulator Survey*



regolamento sulla resilienza operativa digitale (DORA)⁹. Su quest'ultimo regolamento, di natura trasversale, si richiama l'audizione svolta dalla Consob alla Commissione Finanze lo scorso 8 giugno.

Le cryptoattività sono asset basati sulla crittografia e sulla DLT e sono nate con l'obiettivo dichiarato di fare a meno, nelle transazioni, dell'intervento di soggetti (banche ad esempio) con funzioni fiduciarie di certificazione o garanzia, che sarebbero invece assicurate dalla stessa tecnologia delle contabilità decentrate. Per questo motivo, le caratteristiche e la interoperabilità di queste infrastrutture devono essere regolamentate.

Gli approcci alla regolamentazione delle cryptoattività sono attualmente molto eterogenei e oscillano tra il desiderio di non ostacolare l'innovazione e l'esigenza di contenere i rischi per gli investitori e l'integrità dei mercati.

Lo sviluppo delle cryptoattività, se non governato, può avere rilevanti impatti negativi: rischi legali e reputazionali per le istituzioni finanziarie che risultassero esposte in modo significativo, vuoti di tutela per i risparmiatori, rischi operativi legati alla sicurezza dei protocolli, rischi di riciclaggio e evasione fiscale e di difficoltà di monitoraggio dei movimenti di capitale. La mappatura di questi rischi a livello globale è incerta, per la frammentazione delle informazioni e per i differenti approcci delle pubbliche autorità nelle varie giurisdizioni¹⁰.

Prescindendo qui dai problemi di stabilità sistemica, le cryptoattività pongono certamente problemi di policy urgenti per gli investitori, come quello di assicurare presidi per contenere i rischi di liquidità; di utilizzo della leva finanziaria, di volatilità e rischi operativi.

Sulle cryptoattività, inoltre, si sviluppano una serie ulteriore di strumenti: le *initial coin offerings* (ICOs) che implicano un processo di raccolta di capitali cui corrisponde l'emissione di token digitali (che possono o meno assegnare diritti su beni, servizi, strumenti finanziari, commodity o derivati), le piattaforme di trading, i mercati di derivati e i fondi che gestiscono portafogli di cryptoattività.

In UE, elemento fondante delle diverse iniziative regolamentari in corso è la distinzione tra cryptoattività che rappresentano strumenti finanziari, ai quali si applica la consolidata normativa esistente a tutela degli investitori (MiFID e Prospetti in primo luogo), e altre cryptoattività, alle quali si applica la nuova normativa proposta con MiCAR (che si ispira alla prima, ma con alcune inevitabili differenze). In particolare, non ricadono nell'ambito di applicazione del Regolamento MiCA, in quanto già compiutamente disciplinati da altri atti normativi UE, i crypto-asset qualificabili quali: strumenti finanziari come definiti dalla MiFID¹¹; moneta elettronica come definita dalla Direttiva

⁹ Il Digital Finance Package comprende la Digital Finance Strategy e la Retail Payment Strategy, oltre a quattro proposte legislative: il Regolamento c.d. MiCA, il Regolamento c.d. pilot regime, la Direttiva che modifica le direttive 2006/43/CE, 2009/65/CE, 2009/138/UE, 2011/61/UE, UE/2013/36, 2014/65/UE, (EU) 2015/2366 e UE/2016/2341 e il Regolamento c.d. DORA sulla resilienza operativa digitale per il settore finanziario che modifica i Regolamenti (CE) 1060/2009, (UE) 648/2012, (UE) 600/2014 e (UE) 909/2014. DORA come noto affronta il problema trasversale della resilienza e della sicurezza. È del 10 giugno scorso la notizia della prossima istituzione dell'autorità italiana sulla cybersecurity, iniziativa che va nella direzione auspicata anche dalla Consob. Con l'istituzione della nuova Agenzia l'Italia risponderà sia ad una esigenza interna sia alla richiesta dell'Ue di predisporre un collegamento nazionale al nuovo *Cybersecurity Competence Centre and Network* basato a Bucarest. La nuova Agenzia si occuperà anche di servizi finanziari.

¹⁰ Financial Stability Board *Crypto-asset markets Potential channels for future financial stability implications* 10 October 2018 <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P101018.pdf>

¹¹ La definizione di strumento finanziario operata dalla MiFID include in primo luogo (ma l'elenco non è esaustivo) valori mobiliari, strumenti del mercato monetario, quote di organismi di investimento collettivo, contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse, indici finanziari nonché contratti su strumenti derivati connessi a merci.

CONSOB

2009/110/CE (fatta eccezione per i casi in cui si qualifica come *e-money token* ai sensi del Regolamento MiCA); depositi come definiti dalla Direttiva 2014/49/UE; depositi strutturati come definiti dalla stessa MiFID e cartolarizzazioni come definite dal Regolamento UE 2017/2402.

La Consob ha già rilevato alcuni snodi fondamentali dell'azione europea che richiedono ulteriore sforzo prima dell'adozione finale:

1. La necessità di individuare in modo puntuale e armonizzato la nozione di strumento finanziario che, per differenza, individua gli ambiti di applicazione del nuovo Regolamento sui *crypto-asset* (MiCA). Il tema era stato già affrontato dalla Consob nel Rapporto su "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività" pubblicato il 2 gennaio 2020¹² dopo ampia consultazione del mercato, nel quale si è tentato un primo approccio regolatorio rispetto alle offerte di cripto-attività di nuova emissione e con riguardo alla fase della successiva negoziazione e diffusione al pubblico.
2. L'opportunità di stabilire meccanismi di interpello europeo in caso di dubbi sulla qualificazione degli strumenti, soprattutto quando sono coinvolte giurisdizioni e risparmiatori diversi da quelli del paese d'origine, che vedono i poteri delle autorità ospitanti "spuntati", in virtù del principio del passaporto UE e delle vigilanza della autorità del paese di origine (come la Consob ha verificato anche per il fenomeno delle piattaforme di trading on-line). Va sottolineato anche che il principio del passaporto europeo consentirà alle piattaforme UE di offrire anche nuovi prodotti atipici provenienti da paesi terzi.
3. La necessità di prevedere meccanismi di tutela preventiva, come la sospensione delle offerte, in caso di dubbi sulla qualificazione dei prodotti offerti ai risparmiatori.
4. L'opportunità di introdurre meccanismi di convergenza e cooperazione internazionale per evitare dannosi arbitraggi e competizioni regolamentari al ribasso. Il ragionamento è valido anche per le sperimentazioni *Pilota su DLT* di funzioni di *trading* e *post-trading* che consentiranno deroghe alla normativa UE da parte delle singole Autorità nazionali, con conseguente rischio di approcci divergenti nell'Unione.
5. La necessità di identificare i centri di imputazione delle responsabilità, anche laddove l'infrastruttura tecnologica si basi su principi di decentralizzazione della governance grazie a protocolli automatici e *open source* non immediatamente riferibili a un emittente o a un service provider. Trascurare questo aspetto comprometterebbe la capacità di enforcement da parte delle autorità di vigilanza.

Come si è detto nella recente audizione sul caso Gamestop è anche maturo il tempo di considerare, nel caso dello criptoattività che non ricadono nella nozione europea di strumento finanziario, se intervenire decisamente e subito per: proibire comunicazioni di marketing in assenza della pubblicazione di un documento informativo (c.d. *white paper*) e di altri presidi di trasparenza e rafforzare in via generale i poteri delle Autorità di vigilanza ospitanti. Se non ci fosse convergenza su questi aspetti a livello UE, la Consob riterrebbe opportuno valutare anche misure nazionali, a protezione dei risparmiatori italiani.

¹² Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività
https://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/70466207-edb2-4b0f-ac35-dd8449a4baf1



La proposta di Regime pilota (sandbox) riguarda la possibilità di emissione di strumenti finanziari tramite DLT e l'introduzione di un regime per le infrastrutture di mercato in base al quale le autorità nazionali, in coordinamento con l'ESMA, potranno accordare deroghe mirate alla disciplina UE (CSDR in materia di depositari centrali e MiFID).

La Commissione Europea ha voluto limitare al momento la sperimentazione regolamentata ai soli strumenti finanziari semplici e caratterizzati da minore liquidità, per avere uno spazio di osservazione iniziale che non sia complicato né dalla sofisticatezza degli strumenti né da eccessivi volumi di transazioni. In particolare, si prevede che le infrastrutture di mercato DLT che possono accedere al *pilot regime* trattino solamente azioni di emittenti con capitalizzazione inferiore a 200 milioni di euro, obbligazioni convertibili, obbligazioni garantite, *corporate bond* e altre obbligazioni pubbliche e private con emissione complessiva minore di 500 milioni di euro. Non possono essere invece trattati titoli di debito pubblico. L'ammontare massimo di strumenti finanziari DLT registrati da un depositario centrale o da un gestore di MTF non può eccedere i 2,5 miliardi di euro. I limiti posti potrebbero tuttavia limitare l'interesse degli investitori istituzionali a partecipare alla sperimentazione, soprattutto tenendo in considerazione i target di business degli operatori di maggiori dimensioni.

Continueranno ad applicarsi su base nazionale le disposizioni in materia di diritto civile e societario, e sarà quindi necessario disporsi a quelle modifiche normative riguardanti l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari che consentiranno l'applicazione piena delle regole europee, come già fatto da alcuni importanti paesi UE (Francia, Germania e Lussemburgo). La Consob ha approfondito questi aspetti e si sta confrontando con le altre istituzioni coinvolte e con gli operatori per consolidare una proposta normativa.

3. L'esperienza italiana

Il FinTech italiano è oggi inevitabilmente lo specchio del mondo imprenditoriale e finanziario italiano: le start-up sono piccole imprese con problemi di reperimento di capitali sul mercato e di penetrazione presso la clientela; i risparmiatori e le PMI sono legati fortemente all'intermediazione bancaria. Per questo motivo il mercato del FinTech tende a registrare in Italia un ruolo preminente delle banche, soprattutto delle più grandi.

I più recenti censimenti del 2020¹³ convergono su alcune caratteristiche del mercato italiano del FinTech:

¹³https://www.ey.com/it_it/events/the-italian-FinTech-wave
https://blog.osservatori.net/it_it/FinTech-in-italia
<https://www.osservatori.net/it/ricerche/osservatori-attivi/FinTech-insurtech>
<https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/pwc-pagamenti-digitali-evoluzione-banking.pdf>
<https://www.pwc.com/it/it/press-room/assets/docs/cs-FinTech-2020.pdf>
https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/approfondimenti-banche-int/Allegato_2_Indagine_FinTech.pdf

CONSOB

- è un mercato piccolo in termini assoluti (circa 350 start-up), ma in crescita (il numero è quasi raddoppiato in 4 anni);
- è concentrato in Lombardia (quasi la metà dei soggetti);
- le singole start-up sono molto piccole (meno di 10 dipendenti in media), raccolgono finanziamenti ancora modesti (sotto il milione di euro in media, per una quota aggregata di investimenti nel settore pari al 2% del mercato europeo, contro il 50% del Regno Unito e il 19% della Germania), sono giovani ma non giovanissime (circa metà coinvolgono under30, il resto classi di età maggiori ma comunque under50) e sono prevalentemente maschili;
- il modello di business privilegia un'ottica di collaborazione e non di competizione con gli attori tradizionali, dovuto soprattutto alla difficoltà per le start-up di crearsi da sole una base sufficiente di clienti, alla difficoltà di reperimento di capitali e alla scarsa conoscenza tecnica e normativa del settore finanziario; le aziende tecnologiche possono tra l'altro scegliere di innovare singole fasi del processo produttivo tradizionale e diventare così fornitrici dei grandi intermediari tradizionali (scoring per i finanziamenti; profilatura dei clienti; consulenza robotizzata; ma anche servizi per la *compliance*). I servizi offerti sono principalmente legati all'intermediazione bancaria (in termini di fatturato e numero di aziende del FinTech), in primo luogo per le attività di finanziamenti e pagamenti, cui seguono servizi di investimento (gestione di portafogli, consulenza e investimenti alternativi) e altri servizi come il marketing, l'analisi dei Big Data, la sicurezza, la compliance, la messa a disposizione di infrastrutture tecnologiche;
- gli stessi risparmiatori italiani e le stesse PMI al momento non rinunciano al rapporto consolidato con gli intermediari bancari tradizionali e tendono a sperimentare nuove relazioni finanziarie in modo residuale e parallelo; è in forte crescita però, da questo punto di vista, l'aspettativa di servizi finanziari più personalizzati, capaci di considerare unitariamente la situazione del cliente, con modalità tecnologiche *friendly*; rispetto agli altri cittadini europei, gli italiani sembrano più interessati alla riduzione dei costi e alla digitalizzazione di prestiti e assicurazioni;
- il comparto dei servizi assicurativi (Insurtech) è rimasto un po' indietro, ma registra i tassi di crescita maggiori (è già diventato il terzo settore in termini di fatturato del FinTech italiano); anche a seguito dell'accelerazione impressa dai lockdown, è in crescita l'interesse per i servizi di gestione e consulenza e le piattaforme di trading;
- gli investitori istituzionali investono soprattutto in modelli Fintech *business to business* (B2B) attraverso accordi di partnership con FinTech esistenti; partecipazione ad incubatori e acceleratori interni o esterni (o a "distretti" come il FinTech District promosso da Banca Sella che aggrega 180 start-up); venture capital o private equity; creazione di entità dedicate all'interno del gruppo di appartenenza;
- le banche contano per oltre l'80% degli investimenti nel FinTech (secondo le rilevazioni effettuate da Banca d'Italia nel dicembre 2019¹⁴), peraltro oltre il 60% degli investimenti fa

¹⁴ https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/approfondimenti-banche-int/Allegato_2_Indagine_FinTech.pdf



capo a sole 5 banche. Laddove la tecnologia dominante sia relativa allo sfruttamento dei *Big Data* e soprattutto all'Intelligenza Artificiale, gli investimenti tendono a rimanere all'interno della banca, che vuole mantenere il controllo su processi aziendali delicati (si pensi all'antiriciclaggio). L'adozione di nuovi modelli operativi e nuove tecnologie direttamente nei processi interni rappresenta comunque la strategia più difficile da realizzare a causa dei vincoli esistenti di natura organizzativa, di sistemi IT, culturali e di competenze. Le API (*Application Programming Interface*), invece, che sono set di protocolli per realizzare i software applicativi, sono ormai standard tecnologici consolidati che consentono l'interoperabilità e la condivisione di dati e vengono più facilmente lasciati a fornitori terzi;

- tra i nuovi canali distributivi il ruolo principale spetta alle app e ai canali digitali per acquisire nuova clientela e alle nuove modalità di utilizzo di dispositivi digitali per la clientela più sofisticata. Tra le nuove tecnologie, la classifica vede al primo posto le API, ma post-lockdown stanno registrando una rapida espansione le tecnologie basate su Cloud, DLT e blockchain, robotica e Intelligenza Artificiale.

Il 2020 è stato per l'Italia un anno di svolta, che ha in parte colmato i gap esistenti nel tasso di digitalizzazione rispetto ad altre economie avanzate. Il PNRR potrà imprimere un'ulteriore accelerazione.

4. Il FinTech per lo sviluppo: crowdfunding, gestioni e Securities Token Offerings (STOs)

Per le Autorità si pone il problema fondamentale di individuare il perimetro di regolamentazione e vigilanza in funzione delle esigenze di tutela: da un lato, vi sono nuovi prodotti e servizi la cui tassonomia è ancora incerta; dall'altro abbiamo una trasformazione e moltiplicazione degli operatori presenti (operatori "universali", come le banche; creatori di prodotti; distributori che entrano in contatto con la clientela, fornitori di servizi tecnologici).

Molti sono i progetti avviati (Confindustria, ABI, grandi banche, grandi emittenti, assicurazioni, CDP, operatori innovativi come Illimity/ION/Hype) ed è in arrivo in tempi brevi la sperimentazione Consob della "tenuta" delle regole (sandbox) in collaborazione con le altre autorità di vigilanza¹⁵. Presso la Consob opera ormai da tempo un *FinTech Steering Committee* che elabora in modo trasversale idee e progetti nei settori di competenza dell'Autorità. Un gruppo di lavoro ad hoc si occuperà delle interlocuzioni con gli operatori su tematiche FinTech.

¹⁵ **LA SANDBOX ITALIANA** La legge 28 giugno 2019, n. 58 di conversione del decreto legge 30 aprile, n. 34 ("Decreto Crescita") ha introdotto nell'ordinamento italiano la disciplina della *regulatory sandbox* ovvero uno strumento regolatorio finalizzato a consentire sperimentazioni di applicazioni FinTech che, mediante nuove tecnologie, quali l'intelligenza artificiale e i registri distribuiti, possano permettere l'innovazione di servizi e prodotti nei settori finanziario, creditizio, assicurativo e dei mercati regolamentati. La disciplina primaria demanda a un decreto del MEF, pubblicato il 2 luglio 2021, la definizione delle condizioni e delle modalità per lo svolgimento delle sperimentazioni. Il Comitato FinTech (costituito presso il MEF) e le Autorità di vigilanza predisporranno anche un canale di comunicazione dedicato alle interlocuzioni informali con i soggetti che intendano presentare un'istanza di avvio della sperimentazione. La Consob ha già individuato una struttura dedicata che individuerà procedure standardizzate e approcci di vigilanza, da rendere noti al mercato, in una prospettiva di maggiore chiarezza del contesto normativo di riferimento. L'interlocuzione con il mercato riguarderà tutti i "i soggetti che svolgono o intendono svolgere, anche in maniera non prevalente, attività FinTech, che siano sottoposti o meno a regolazione o vigilanza" da parte di Consob, Banca d'Italia o IVASS.



Un aspetto molto rilevante per l'Italia riguarda la possibilità per le PMI, grazie alla finanza digitale, di ottenere servizi migliori dal mondo bancario e finanziario. È nota la persistente difficoltà delle piccole e medie imprese italiane nel rivolgersi al mercato dei capitali. Negli Indici che misurano l'accesso alla finanza delle PMI, l'Italia è agli ultimi posti in UE, ventesima nel 2019 (*EIF SME Access to Finance Index*¹⁶). Inoltre, la percentuale di PMI italiane considerate finanziariamente vulnerabili è cresciuta enormemente nel 2020 e, nonostante il deterioramento diffuso a livello europeo, rimane più alta della media UE (dati BCE¹⁷).

Tra i principali strumenti digitali di raccolta di capitale vi sono, per le PMI, l'*investment based crowdfunding* e le *Securities Token Offerings* (STOs) e, per via indiretta, lo sviluppo della presenza di strumenti da loro emessi nei portafogli gestiti.

In Europa, l'*equity crowdfunding*, e più in generale l'*investment based crowdfunding* (contrapposto a quello *non-investment-based* che finanzia direttamente un progetto senza emissione di titoli e quindi prospettive di rendimenti e rimborsi), non ha registrato la crescita attesa. In Italia, a fronte dell'incremento progressivo del numero dei gestori di portali, non si è registrato un corrispondente aumento del numero di quelli attivi sul mercato in termini di offerte pubblicate, che resta, tuttora, caratterizzato da un elevato livello di concentrazione dal lato dell'offerta¹⁸.

Il settore si prepara però ad accogliere un nuovo quadro normativo UE¹⁹ (che si applicherà a partire dal 10 novembre 2021) che, grazie al principio del passaporto europeo, si ritiene potrà favorirne lo sviluppo. Il Regolamento definisce infatti un nuovo tipo di intermediazione in cui il fornitore di servizi di *crowdfunding* raccoglie risorse a beneficio delle imprese, sotto forma di prestiti o di emissione di strumenti finanziari, attraverso una piattaforma digitale aperta²⁰. Sotto il profilo della supervisione, alle Autorità nazionali spetteranno i poteri di autorizzazione, vigilanza e sanzionatori sui fornitori; la responsabilità di tenuta del Registro unico europeo è, invece, affidata all'ESMA.

La nuova disciplina getta le basi per un progressivo sviluppo di un mercato paneuropeo consentendo, peraltro, il ricorso al *crowdfunding* non solo alle PMI, ma anche alle imprese di maggiori dimensioni, seppur entro i previsti limiti di controvalore delle offerte (€ 5.000.000).

¹⁶ https://www.eif.org/news_centre/publications/eif_working_paper_2020_68.pdf

¹⁷ https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe202011~e3858add29.en.html#toc3

¹⁸ Con specifico riferimento all'*investment-based crowdfunding*, alla data del 25 gennaio 2021 risultavano iscritti nell'apposito registro tenuto dalla Consob 47 gestori di portali. Ulteriori istanze di autorizzazione all'iscrizione sono in fase di esame da parte della Consob. Dal 2013, anno in cui è entrato in vigore il Regolamento della Consob, al 30 giugno 2020 sono state lanciate complessivamente 553 campagne di *crowdfunding* di cui 402 si sono concluse con successo raggiungendo il *target* minimo di raccolta. Nello stesso periodo, sono stati complessivamente raccolti € 158,9 milioni, di cui € 76,6 milioni per l'*equity crowdfunding* nel periodo 1° luglio 2019 – 30 giugno 2020¹⁸. Sussistono, pertanto, margini di ulteriore espansione del mercato italiano, che registra divari consistenti rispetto ai principali mercati europei (Regno Unito, Germania e Francia).

¹⁹ Regolamento (UE) 2020/1503 sui fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese. Si accompagna al Regolamento una Direttiva, che modifica la MiFID II disponendo una esenzione dalla relativa disciplina per i fornitori europei di servizi di *crowdfunding*. La direttiva deve essere traspunta negli ordinamenti nazionali entro il 10 maggio 2021.

²⁰ Il Regolamento include nel proprio ambito di applicazione anche la "*gestione individuale di portafogli prestiti*" che consente di allocare discrezionalmente il capitale dell'investitore tra i diversi progetti di prestito pubblicati sulla piattaforma.



La vigente normativa italiana del 2012²¹ è comunque all'avanguardia. Le disposizioni, inizialmente applicabili alle sole *start-up* innovative, sono state successivamente estese a tutte le PMI e alle obbligazioni e ai titoli di debito da loro emessi. I poteri regolamentari e di vigilanza sono stati attribuiti alla Consob che nel 2013 ha adottato il regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali *on-line*. Il regolamento ha definito obblighi di comportamento e di trasparenza in capo ai gestori di portali, modulandoli in relazione alle esigenze di tutela di specifiche categorie di investitori²². È stato anche stabilito che i gestori dei portali, se non già soggetti all'analoga disciplina contenuta nel TUF, debbano aderire ad un sistema di indennizzo o sottoscrivere un contratto di assicurazione a copertura della responsabilità professionale.

E'auspicabile che, in sede di attuazione del Regolamento europeo, che come detto riguarda anche i prestiti, le competenze delle Autorità nazionali vengano allocate in funzione dell'effettiva natura dei servizi resi agli investitori, confermando quindi il ruolo centrale della Consob²³.

Per quanto riguarda le gestioni, alcuni fenomeni²⁴ potrebbero rendere il settore uno snodo importante nei prossimi anni: i bisogni pensionistici dei più giovani; la possibilità di raggiungere a costi inferiori una nuova platea di investitori, smart e più digitali; la personalizzazione dei servizi che potrà tener conto di nuovi indirizzi culturali, come la sensibilità alle tematiche ambientali o più in generale ESG (oggi soddisfatti principalmente da investimenti passivi che replicano portafogli con etichetta ESG); la possibilità di creare ecosistemi informativi grazie allo sviluppo tecnologico delle piattaforme e alla possibilità di condivisione di dati.

²¹ Decreto-legge n. 179/2012, convertito con legge n. 221/2012. Il decreto-legge ha, tra l'altro, introdotto una deroga all'articolo 2468 del codice civile, per consentire anche alle società a responsabilità limitata di offrire al pubblico le proprie quote attraverso i portali di *crowdfunding*.

²² Con riferimento al *lending based crowdfunding*, i fondamenti della disciplina sono stati definiti dalla Banca d'Italia nella delibera n.584 del 2016. In tali disposizioni viene identificato il '*social lending*' come uno strumento attraverso il quale è possibile richiedere, tramite piattaforme *on-line*, a una pluralità di potenziali finanziatori fondi che saranno utilizzati per uso personale o per finanziare un progetto.

²³ Le novità più significative del Regolamento:

- la definizione europea di un "*tipo di intermediazione*" in cui il fornitore di servizi di *crowdfunding* gestisce una piattaforma digitale aperta per finanziare le imprese "*senza assumere in proprio alcun rischio*". I finanziamenti possono assumere la forma di prestiti o di emissione di valori mobiliari o di altri strumenti (come le quote di società a responsabilità limitata che non siano soggette a restrizioni che ne possano impedire il trasferimento e che sono in Italia il cuore del *crowdfunding*). Il Regolamento prevede anche la "gestione individuale di portafogli di prestiti. In questo caso, l'investitore conferisce un mandato al fornitore di servizi, il quale, sulla base del profilo di rischio dell'investitore, decide discrezionalmente come allocare i fondi tra i diversi progetti di prestito pubblicati sul proprio portale;

- l'introduzione del passaporto europeo per i fornitori di servizi di *crowdfunding*;

- l'assenza di limiti dimensionali alle imprese che possono raccogliere fondi attraverso portali di *crowdfunding*, ma con l'obbligo di far affluire i fondi direttamente alle attività imprenditoriali senza l'interposizione di veicoli di investimento (con l'eccezione delle attività illiquide nell'ambito di una operazione di cartolarizzazione);

- l'introduzione di un controvalore massimo pari a € 5.000.000, calcolato su un periodo di dodici mesi, cumulando le offerte di titoli e quelle relative ai prestiti. La disciplina nazionale attualmente consente agli offerenti di raccogliere fino a € 8.000.000 nei dodici mesi, cumulando le sole offerte di titoli.

- alle autorità nazionali competenti è attribuito il potere, tra l'altro, di sospendere un'offerta di *crowdfunding* anche se vi è ragionevole motivo di sospettare che il Regolamento sia stato violato. Ricordo che attualmente la Consob dispone di poteri cautelari di sospensione dell'attività del gestore (e sanzionatori), senza poter intervenire sulla singola offerta.

- l'Esma terrà il registro dei fornitori e avrà poteri di coordinamento delle indagini in caso di attività transfrontaliere

²⁴ https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/it_it/generic/generic-content/ey-FinTech-ecosystem.pdf



Se per gli strumenti finanziari tokenizzati (*security token*) vi è equiparazione normativa agli strumenti finanziari “tradizionali”, per le categorie diverse di *digital token*, di cui si occupa il Regolamento MiCA, la loro eligibilità nei portafogli gestiti impone certamente ulteriori riflessioni. Inoltre, in quanto strumenti finanziari, anche le stesse quote e azioni di Oicr potranno essere oggetto di un processo di tokenizzazione, con effetti da valutare sulle attività di amministrazione e commercializzazione.

In materia di consulenza robotizzata, la Consob ha indagato il fenomeno per capire se la propensione a seguire una raccomandazione di investimento cambi a seconda che il consiglio venga formulato da un consulente umano ovvero da un algoritmo e quindi se vi potrebbero essere distorsioni dei comportamenti. La ricerca ha evidenziato che, laddove il consiglio produca risultati diversi da quelli prefigurati autonomamente dall’investitore, quest’ultimo preferirebbe affidarsi ad un consulente umano. Inoltre, gli approfondimenti svolti consentono di dare un giudizio positivo sulla tenuta del sistema di regole attuale in materia di tutela e regime di responsabilità anche laddove la consulenza venga prestata con strumenti di *roboadvice*, pur ponendosi alcune peculiarità (fornitore-terzo, possibili malfunzionamenti e governance dell’algoritmo) che richiedono adeguate forme di garanzia e trasparenza nei confronti del cliente²⁵.

Per quanto riguarda infine le offerte di *securities token* (STO), la Consob sta elaborando proposte sui requisiti di forma e circolazione degli strumenti finanziari (azioni e obbligazioni e altro), sul modello di quanto già effettuato in altri ordinamenti europei, per definire un quadro regolamentare idoneo ad accogliere l’emissione e la circolazione di strumenti finanziari su DLT, rimanendo al passo con gli ordinamenti più avanzati. Le STO, che rappresentano il connubio tra tecnologia blockchain e strumenti e mercati soggetti a regolamentazione “tradizionale”, sono idonee a garantire maggiore liquidità proprio laddove questa è intrinsecamente carente (titoli di PMI). Va ricordato che i *securities token* sono a pieno titolo “strumenti finanziari”, mentre le criptoattività disciplinate da MiCAR rappresentano un insieme dai contenuti ancora in parte incerti.

Per le STO, la blockchain, in combinazione con lo strumento degli *smart contracts* (contratti che si autoeseguono alle condizioni predeterminate), potrà assicurare trasparenza e integrità delle transazioni e abbattimento dei costi di intermediazione. Per le Autorità di controllo sarà fondamentale che venga definito il loro ruolo nella catena DLT e che venga assicurata una reale possibilità di enforcement della vigilanza.

5. Considerazioni conclusive

La Consob è molto favorevole ad una transizione della finanza tradizionale verso il FinTech a condizione che, sulla base dei risultati di adeguate ricognizioni e sperimentazioni, vengano presidiati i rischi per la tutela del risparmio.

Per le *sandbox*, la Consob si è già espressa a favore dell’estensione dell’ambito di applicazione attualmente previsto dalla proposta europea su un Regime-Pilota su DLT. L’Istituto sta anche avviando un laboratorio sperimentale per dialogare con il mercato e individuare le opzioni tecnologiche compatibili con le norme a tutela degli investitori, le eventuali barriere e i rischi dell’innovazione e le necessità di aggiornamento e revisione delle regole e degli approcci di vigilanza vigenti. In tale laboratorio, gli operatori potranno ricevere informazioni e indirizzi sulle scelte di

²⁵ *La fiducia nel robo advice - Evidenze da uno studio sperimentale*; Consob Quaderno FinTech n. 7, settembre 2020; vedi anche *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori - Evidenze da un’analisi qualitativa*; Consob Quaderno FinTech n. 6, dicembre 2019 e *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*; Consob Quaderno FinTech n. 3, gennaio 2019.



innovazione, nell'ottica di una sinergia tra know-how regolatorio e tecnologico e sfruttando una fase di interlocuzione informale, come previsto anche dalle norme sulla sandbox nazionale (Decreto Crescita del 2019).

L'obiettivo, anche nel mondo della finanza digitale, dovrà rimanere quello di indirizzare il risparmio verso la crescita dell'economia reale (e sostenibile) e quindi quello di legare la sua remunerazione ad investimenti produttivi. Per questo motivo, uno dei focus dell'attività della Consob sarà individuare e sostenere quelle innovazioni che supportano, da un lato, l'accesso al capitale e, dall'altro, la tutela degli investitori. Si tratta, come visto, soprattutto del segmento dei *Digital Capital Raising* costituito oggi principalmente dalle piattaforme di crowdfunding, ma con un futuro legato allo sviluppo di tecnologia DLT; della crescita di mercati di scambio delle attività digitali o criptoattività (*Digital Asset Exchange*) ovvero piattaforme di trading e di clearing e connessi servizi di raccolta ed esecuzione di ordini; dell'evoluzione del *Wealthtech* riferito alle applicazioni tecnologiche nelle gestioni patrimoniali e nella consulenza.

Sul piano della tutela, i cittadini devono in ogni caso acquisire al più presto maggiore coscienza dei pericoli aggiuntivi che corrono quando operano nel mondo digitale. La rincorsa a sanzionare fenomeni fraudolenti e ad emettere segnali di allarme è una battaglia che non può essere vinta in un mondo che opera a livello globale, senza certezze di governance e responsabilità e senza articolazione territoriale. L'educazione finanziaria dovrà continuare con più impegno anche tramite nuovi canali, in modo da arrivare proprio a quegli investitori sensibili alle sollecitazioni che provengono dal web e dai social (come dimostrato sia dalle vicende relative a piattaforme di trading di titoli quotati tradizionali come Gamestop, sia dal crescente fenomeno delle offerte abusive di criptoattività).

La trasformazione digitale del mercato finanziario è ormai un processo inarrestabile.



SCHEMA

**Risposta alle domande sulla disciplina dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie
formulate nel corso dell'audizione della Consob del 8 giugno 2021**

Il Programma di attività della Commissione Parlamentare d'inchiesta sul sistema bancario e finanziario relativo al periodo luglio 2020-marzo 2023, pubblicato nel luglio 2020, attribuisce particolare rilievo alle funzioni svolte dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF) e dall'Arbitro Bancario Finanziario (ABF) quale "serbatoio informativo" a cui attingere al fine di rilevare le criticità di maggior rilievo ravvisabili nelle dinamiche relazionali tra risparmiatori ed intermediari, sulla cui base poter delineare ipotesi d'intervento che consentano di dare maggiore effettività alle esigenze di tutela degli investitori *retail*.

In tale contesto, nel Programma viene ventilata l'eventualità di estendere ai procedimenti dinanzi all'ACF e all'ABF istituti già presenti nell'ordinamento nazionale, con particolare riferimento all'arbitrato, così da poter rendere immediatamente esecutive le decisioni assunte dai due Arbitri, in analogia con la procedura civilistica di deposito del lodo arbitrale.

Si tratta di ipotesi che merita di essere attentamente vagliata, perché essa potrebbe effettivamente rimuovere le situazioni di non esecuzione delle decisioni da parte degli intermediari soccombenti, soprattutto per i casi di inadempimenti "seriali" riferiti a specifiche vicende (ad es., per quanto riguarda l'ACF, le diffuse situazioni accertate di illiquidità dei titoli di talune banche popolari di territorio) e, nello stesso tempo, continuare a garantire una "sede di giustizia" rapida e a costi estremamente contenuti (ABF), ovvero del tutto gratuita (ACF), a vantaggio dei risparmiatori direttamente coinvolti ma anche a beneficio della credibilità e del buon funzionamento del mercato finanziario nazionale.

Ove si ritenesse di procedere in tal senso, andrà previamente vagliata la sua compatibilità con il quadro normativo europeo (Direttiva UE 2013/11) e nazionale (legge n. 130/2015 e regolamentazione secondaria dei due Arbitri). Sotto questo profilo parrebbe, tuttavia, sufficiente un intervento del legislatore nazionale, in quanto la normativa europea lascia ampio spazio attuativo agli Stati Membri e non si ritiene presenti dunque elementi ostativi, a cui potrebbe poi fare seguito l'adeguamento della normativa di rango secondario da parte delle due Autorità di riferimento (Consob e Banca d'Italia).

Una tale iniziativa, inoltre, dovrebbe opportunamente formare oggetto di organica valutazione, nell'attuale contesto, anche alla luce degli interventi che si vanno delineando in sede di riforma della giustizia civile, in attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), improntati ad assicurare maggiore efficienza al sistema giustizia, soprattutto in ambito civile, anzitutto comprimendo i tempi di erogazione del "servizio" agli utenti. Tanto che viene in esso prefigurato un significativo ampliamento delle materie in cui è previsto il ricorso ai sistemi alternativi di risoluzione delle controversie, quali strumenti che possono fornire un apprezzabile contributo deflazionistico del contenzioso giudiziario. Inoltre, occorrerebbe tener conto del fatto che entro l'anno dovrebbe divenire operativo l'Arbitro Assicurativo (AAS), chiamato ad operare in ambiti fortemente contigui a quelli di ACF e ABF. Il che fa ritenere auspicabile che eventuali interventi riformatori nel senso prospettato dalla Commissione possano riguardare, nel loro insieme e in modo organico, i tre Arbitri.

CONSOB

In conclusione: l'ipotesi di attribuire alle decisioni di ACF e ABF forma e funzione arbitrale (peraltro, sostanzialmente adombrata da parte della dottrina già nell'attuale assetto normativo, essenzialmente per l'obbligo di adesione ai due sistemi di *Adr* da parte degli intermediari e per la natura "aggiudicativa" dei relativi pronunciamenti, oltre che per la prevista pubblicità "in danno" in caso di mancata esecuzione della decisione da parte dell'intermediario soccombente) potrebbe rappresentare una quasi naturale evoluzione del ruolo che i due Organismi hanno oramai di fatto già acquisito nella percezione comune. Inoltre, essa amplificherebbe l'efficacia della loro azione nell'ottica di drenare la gran parte del contenzioso in materia finanziaria, così massimizzando l'effetto deflattivo rispetto al contenzioso dinanzi al giudice civile, rivelandosi sotto tale profilo anche in linea con quanto previsto nel PNRR.

