



**DIPARTIMENTO DI IMPRESA E  
MANAGEMENT**

**CATTEDRA DI DIRITTO PUBBLICO**

***UNA SFIDA ALLA REGOLAMENTAZIONE,  
IL FINTECH***

**RELATORE**

Professor Valerio Lemma

**CANDIDATO**

Ludovica Scarpellini

Matricola 255321

**ANNO ACCADEMICO  
2022/2023**

*A mia sorella:  
arriverà la tua primavera e  
sboccerai come un magnifico fiore  
di magnolia.*

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	4
 <b>CAPITOLO 1: I PRESUPPOSTI DELLA REGOLAMENTAZIONE</b>	
1.1 Definizione di regolamentazione.....	6
1.2 La disclosure regulation tradizionale.....	12
1.3 La disclosure regulation nei mercati finanziari.....	14
1.4 L’impatto delle scienze cognitive sulla disclosure regulation.....	15
 <b>CAPITOLO 2: I NUOVI CONFINI DEL SETTORE FINANZIARIO: IL FINTECH</b>	
2.1 L’impatto della tecnologia sul settore finanziario.....	18
2.2 Il FinTech in Europa .....	24
2.3 Il FinTech in Italia .....	32
 <b>CAPITOLO 3: RIFLESSIONI SUL “SE” E SUL “COME” REGOLAMENTARE</b>	
3.1 Valutazioni sul “se” regolamentare.....	37
3.2 Valutazioni sul “come” regolamentare.....	42
3.3 FinTech in Europa: le nuove proposte di regolamentazione.....	52
3.4 La leadership italiana.....	65
 <b>CONCLUSIONE</b> .....	 80
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	85
<b>SITOGRAFIA</b> .....	94

## INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, abbiamo potuto assistere ad una cosiddetta “rivoluzione digitale”, la quale ha prodotto un effetto dirompente nel nostro modo di vivere e di comunicare, incidendo in modo significativo su tutti i settori produttivi. Nel settore dei servizi finanziari difatti il FinTech rappresenta una rivoluzione senza precedenti. Questo termine racchiude molteplici attività, tra cui la gestione del risparmio, il crowdfunding, il trading online, i pagamenti digitali e molte altre tecnologie emergenti che stanno sfidando le logiche tradizionali del mercato finanziario. In un ambiente in costante evoluzione, le Autorità e le Istituzioni a livello internazionale, europeo e nazionale stanno studiando attentamente il fenomeno e i suoi possibili rischi, al fine di regolamentare il settore dei servizi finanziari che continua ad espandersi. Il tema della regolamentazione del *FinTech* risulta essere quindi di estrema attualità e di grande interesse per istituzioni, aziende e consumatori. Infatti, se da un lato le tecnologie innovative possono aumentare l'efficienza e la velocità delle transazioni finanziarie, dall'altro esse rappresentano un potenziale rischio per la stabilità del sistema finanziario e la tutela dei consumatori. Tuttavia, è importante notare che la regolamentazione non dovrebbe impedire lo sviluppo naturale dell'innovazione tecnologico-finanziaria, ma piuttosto supportarlo con l'obiettivo di creare un Mercato unico tecnologico dei servizi finanziari a livello europeo. La fiducia nelle nuove tecnologie, l'educazione finanziaria e digitale possono agevolare questo processo. L'innovazione *FinTech* ha creato nuove opportunità di business e ridotto significativamente i costi delle nuove iniziative, favorendo la nascita di nuove start-up innovative che combinano competenze finanziarie e tecnologiche. Dopo la fase iniziale di sperimentazione, queste start-up stanno ora muovendosi verso obiettivi di business concreti. Le start-up *FinTech* utilizzano le nuove tecnologie per offrire ai clienti un'esperienza finanziaria migliorata, in linea con le esigenze delle nuove generazioni che preferiscono una maggiore digitalizzazione del mercato. Grazie a ciò, queste start-up stanno contribuendo all'inclusione finanziaria e stanno divenendo una scelta sempre più popolare rispetto alle banche tradizionali. La crisi economica recente e la mancanza di fiducia nel sistema finanziario tradizionale hanno ulteriormente contribuito a favorire la diffusione delle start-up *FinTech*. A causa di ciò, il sistema bancario tradizionale si trova ora in una posizione di svantaggio rispetto ai nuovi attori del settore, che stanno gradualmente erodendo la loro posizione di predominio grazie

alla maggiore flessibilità regolamentare. Di conseguenza, le banche tradizionali stanno ripensando il loro modello di business e stanno investendo in nuovi canali digitali per rimanere competitive nel mercato.

È importante sottolineare che l'Italia ha un enorme potenziale nel settore *FinTech*, grazie alla sua tradizione di eccellenza nel settore finanziario e all'alto livello di alfabetizzazione digitale. Inoltre, la digitalizzazione del sistema pubblico rappresenta una solida base per lo sviluppo del settore *FinTech*.

Tuttavia, esistono ancora alcune sfide che devono essere superate per favorire una crescita sostenibile del *FinTech* in Italia. Ad esempio, la complessità del sistema normativo italiano può rappresentare un ostacolo alla nascita e alla crescita delle start-up innovative, che potrebbero trovare difficoltà nel navigare tra le leggi e le regolamentazioni in vigore. Inoltre, la cultura del risparmio e l'attaccamento alla tradizione bancaria potrebbero rappresentare un freno all'adozione delle soluzioni *FinTech* da parte dei consumatori italiani.

Per superare queste sfide, è necessario un dialogo costante tra i regolatori, le istituzioni finanziarie, le start-up *FinTech* e gli utenti finali, in modo da sviluppare un ecosistema *FinTech* inclusivo, sostenibile e innovativo.

Il presente lavoro di tesi si focalizza nel suo primo capitolo sul tema più generale della regolamentazione analizzato da un punto di vista strettamente economico e giuridico. Ho ritenuto opportuno inoltre trattare il tema della “disclosure regulation” nel presente capitolo, in quanto in linea con le tematiche attuali e soprattutto per le importanti implicazioni che esso ha in merito alla tutela dei consumatori e degli investitori all'interno del settore finanziario.

Nel secondo capitolo ho deciso di fornire una panoramica generale su questo nuovo fenomeno, passando in rassegna alcune posizioni prese nei confronti del *FinTech* da parte delle Autorità europee ed italiane, in modo tale da permettere una completa comprensione del contesto in generale in cui tale fenomeno intende inserirsi.

Infine nel terzo capitolo sono state presentate delle valutazioni in merito al “se” e al “come” regolamentare, con l'intento di fornire argomentazioni valide a favore della tesi. Ho concluso il lavoro con un'esposizione dei nuovi approcci a livello europeo e chiarendo la posizione attuale italiana che proprio nell'ultimo periodo si sta rivelando essere sempre più definita.

# CAPITOLO 1: I PRESUPPOSTI DELLA REGOLAMENTAZIONE

## 1.1 DEFINIZIONE E ANALISI DELLA REGOLAMENTAZIONE

La base della nostra società è rappresentata da regole. L'efficienza ed efficacia di esse dipende dalla struttura che le caratterizza: in un sistema regolato opportunamente difatti esse hanno effetti estremamente positivi sugli individui e sul contesto economico in generale, e viceversa in un contesto regolato inopportunamente esse ricoprono un ruolo negativo e disincentivante.

Il soggetto preposto alla regolamentazione è lo Stato il quale per intervenire deve essere dotato inevitabilmente di una buona conoscenza della realtà sottostante. Lungo la linea temporale vari atteggiamenti regolatori si sono presentati alla socialità e in conseguenza di periodi molto negativi scaturenti dall'inopportunità normativa si è giunti oggi alla comprensione della fondamentale importanza di una buona regolamentazione.

L'intervento regolamentatorio<sup>1</sup> dello Stato si fonda nella sua costituzione su due prospettive visive. Infatti risulta necessario costruire un piano normativo che sia consapevole dei possibili effetti sul sistema, attribuendo dinamicità alle decisioni prese ex ante, per poi andare a monitorare ex post l'effetto di tali decisioni.

La regolazione<sup>2</sup> dunque risulta essere un'attività dinamica e ciclica, ossia un processo continuo che basa il suo stesso essere sulle problematiche e conflittualità che sorgono spontanee nel dispiegarsi delle relazioni umane. La convivenza civile ed economica infatti è plasmata sul rispetto delle regole, le quali in conseguenza dell'affermazione dello stato di diritto hanno proliferato in modo quasi eccessivo provocando una diminuzione della qualità regolamentare.

Posner<sup>3</sup> è uno dei fondatori dell'Analisi Economica del Diritto (AED<sup>4</sup>), una teoria giuridica che applica i principi economici alla comprensione e all'applicazione del diritto.<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> R.H. Coase. (1960). The problem of Social Cost. Journal of Law and Economics, 2(1), 1-44.

<sup>2</sup> O.E. Williamson. (1975). Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, Free Press

<sup>3</sup> Richard A. Posner. (2007) Economic analysis of law, 7th edition.

<sup>4</sup> S.G. Breyer. (1993). Breaking the Vicious circle: Toward Effective Risk Regulation. Harvard University Press.

<sup>5</sup> R. Cooter, T. Ulen. (2016). Law and economics. Pearson.

Ecco alcune delle affermazioni di Posner<sup>6</sup> che hanno definito le basi filosofiche dell'AED<sup>7</sup>:

1. *L'obiettivo del diritto è massimizzare il benessere sociale.*

Posner sostiene che l'obiettivo del diritto dovrebbe essere quello di massimizzare il benessere sociale. In altre parole, il diritto dovrebbe avere un orientamento volto alla promozione del benessere della società nel suo insieme, piuttosto che quello degli individui o dei gruppi specifici. Questo approccio utilizza i principi dell'economia per determinare quale politica giuridica genererà il maggior beneficio per la società.

2. *Il comportamento umano è guidato dal razionalismo economico.*

Posner crede che gli individui agiscano in modo razionale per massimizzare il proprio benessere, e che le loro decisioni siano influenzate dalla logica economica. Pertanto, la giurisprudenza dovrebbe assumere che le persone agiscano in modo razionale e che i loro comportamenti siano influenzati dalle conseguenze economiche delle loro azioni.

3. *La giurisprudenza dovrebbe essere orientata ai risultati.*

Secondo Posner, la giurisprudenza dovrebbe essere orientata ai risultati. Questo significa che la decisione di un giudice dovrebbe essere basata sull'effetto che tale decisione avrà sulla società nel suo insieme, piuttosto che sulla conformità a una particolare dottrina o regola giuridica.

4. *L'efficienza economica dovrebbe essere il criterio principale per la valutazione delle politiche giuridiche.*

Posner ritiene che l'efficienza economica dovrebbe essere il criterio principale per la valutazione delle politiche giuridiche. Ciò significa che le politiche giuridiche dovrebbero essere valutate in base alla loro capacità di massimizzare il benessere sociale, tenendo conto dei costi e dei benefici di ogni politica.

5. *Il diritto e l'economia sono strettamente interrelati.*

Infine, Posner sostiene che il diritto e l'economia sono strettamente interrelati e che la giurisprudenza dovrebbe essere vista come un insieme di istituzioni economiche. Questo approccio si basa sulla convinzione che la giurisprudenza e l'economia

---

<sup>6</sup> Per una critica dell'approccio di Posner, si veda: Martha Nussbaum, "Aristotelian Social Democracy", In *The Quality of Life*, Oxford University Press, (1993), pp.213-58.

<sup>7</sup> Per una valutazione dell'efficacia dell'Analisi Economica del Diritto si veda Cass R. Sustein, "The Paradox of the Cost-Benefit State", *University of Chicago Law Review*, 68 (2001), pp.1-48.

condividano gli stessi principi fondamentali e che l'AED<sup>8</sup> possa aiutare a sviluppare politiche giuridiche più efficienti ed efficaci.

Un'interessante spunto d'approfondimento sulla teoria economica del diritto ci è inoltre fornita dal libro "il mercato delle regole"<sup>9</sup> di Robert Cooter nel quale ci si concentra sul modo in cui le regole legali possono essere utilizzate per migliorare l'efficienza economica. L'autore fornisce una visione innovativa della teoria economica del diritto e analizza le implicazioni del mercato delle regole per la giustizia e l'allocazione delle risorse legali. Difatti Cooter esplora come le regole legali possono essere create e vendute come beni di consumo in un mercato competitivo e come questo possa portare a un miglioramento dell'efficienza economica. Egli sostiene che il mercato delle regole può essere visto come un sistema competitivo in cui i fornitori di regole legali cercano di soddisfare le esigenze dei consumatori. I consumatori possono scegliere le regole che preferiscono in base alle loro preferenze individuali e ai loro obiettivi economici. In questo modo, i fornitori di regole legali sono incentivati a creare regole che soddisfino le esigenze dei consumatori e che siano il più efficienti possibile.

La legge è un argomento ideale per gli economisti<sup>10</sup> da studiare poiché fornisce una ricchezza di materiali per valutare le teorie del comportamento razionale. Il ricercatore più creativo non potrebbe sognare la varietà di situazioni che anche un esame casuale delle dispute legali rivela.

Un'altra ragione per cui gli economisti<sup>11</sup> studiano la legge è che entrambe le discipline sono interessate, in varia misura, agli incentivi. I decisori razionali in economia agiscono per promuovere il proprio interesse soggetto ai vincoli che affrontano. Di solito, pensiamo che gli individui prendano decisioni economiche nel contesto dei mercati, soggetti a prezzi di mercato e redditi, ma anche le decisioni non di mercato

---

<sup>8</sup> Per approfondimenti sugli approcci alternativi alla AED si consiglia di consultare:

-Natural Law and Natural Rights, Oxford University Press, (1980), J. Finnis

-The stages of the Decline of the Public/Private Distinction, Harvard Law Review, 1307-1433, (1982), D- Kennedy.

<sup>9</sup> Robert Cooter. (2006). Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile vol.1.

<sup>10</sup> S. Shavell. (2004). Foundations of Economic Analysis of Law, Belknap Press of Harvard University Press.

<sup>11</sup> Per una discussione sulla relazione tra diritto ed economia, si veda: Guido Calabresi, The Costs of Accidents: A Legal and Economic Analysis (New Haven: Yale University Press, 1970)



possono essere analizzate da una prospettiva economica. Difatti, il potere esplicativo dell'economia è illustrato in modo più chiaro in questi contesti interdisciplinari.

L'approccio economico alla legge presume che gli individui razionali considerino le sanzioni legali (danni monetari, prigione) come prezzi impliciti per determinati tipi di comportamento, e che questi prezzi possano essere impostati per guidare tali comportamenti in una direzione socialmente desiderabile.

Più di cento anni fa, il giudice e studioso di legge americano, Oliver Wendell Holmes<sup>12</sup>, ha formulato una teoria della legge che riflette bene (si potrebbe dire, anticipa) l'approccio economico. Tale teoria è talvolta indicata come la teoria della previsione della legge. La figura chiave della teoria di Holmes è il "cattivo", che ha molto in comune con il decision maker razionale della teoria economica. Il cattivo non è cattivo nel senso che intenzionalmente cerca di infrangere la legge; piuttosto, è un calcolatore razionale che cerca di spingere i limiti della legge e che infrangerà senza scrupoli nel caso in cui il guadagno percepito supererà il costo. Pertanto, il cattivo ha un forte interesse nel conoscere la legge e le conseguenze per averla infranta: "Se vuoi conoscere la legge e nient'altro, devi guardarla come un cattivo, che si preoccupa solo delle conseguenze materiali che tale conoscenza gli permette di prevedere" (Holmes 1897, 459). Bisogna però chiarire che il modello economico del diritto non si concentra sul cattivo poiché gli economisti reputano le persone fondamentalmente amorali. Ma anzi, la maggior parte di esse obbedisce alla legge<sup>13</sup> per un senso di giustizia. Pertanto, per esaminare gli effetti incentivanti della legge - cioè per esaminare come essa influenza il comportamento ai margini - dobbiamo concentrarci su coloro per cui essa ricopre un ruolo vincolante.

L'azione razionale in economia significa che ogni agente agisce con l'intento di massimizzare le sue "preferenze" in qualsiasi ambiente si trovi. Una preferenza è una classificazione degli elementi nel suo dominio di preferenza. Il dominio di preferenza dell'agente consiste delle cose che sono fondamentalmente importanti per lui. Nei modelli standard di comportamento del consumatore, ad esempio, l'agente ha preferenze fondamentali sui pacchetti di consumo. Il suo problema decisionale risiede nella scelta di un pacchetto di consumo dall'insieme di pacchetti di consumo possibili, dove la fattibilità è definita dai prezzi dei beni e dal reddito dell'agente. Arlen e

---

<sup>12</sup> Oliver Wendell Holmes. The Path of the Law, Harvard Law Review 10, no. 8 (1897): 457-478.

<sup>13</sup> Cynthia R. Farina. Economic Analysis of Law, in The Oxford Handbook of Law and Economics, ed. Francesco Parisi (Oxford: Oxford University Press, 2017), 78-100.

Kornhauser<sup>14</sup> approfondiscono la struttura delle preferenze nell'analisi economica del diritto.

Nella maggior parte delle analisi economiche del diritto, la situazione è più complessa. L'agente ha preferenze su un insieme di conseguenze - il suo reddito o la sua ricchezza, il suo stato di salute, ecc. - e sceglie un'azione che determina in parte quale conseguenza si realizza. Tipicamente, il suo dominio di preferenza differisce dal suo dominio di scelta, spesso perché sceglie una strategia che, in combinazione con le scelte strategiche degli altri agenti, determina congiuntamente la conseguenza. A livello molto astratto, questa concezione di razionalità è molto flessibile poiché i vincoli sulle preferenze sono quasi del tutto formali.

Ogni analisi economica del diritto fornisce un contenuto sostanziale alla classifica delle preferenze di ciascun agente. Tipicamente, l'analista attribuisce a ciascun agente preferenze egoistiche. L'agente classifica le conseguenze unicamente in base al loro effetto su di sé. Nel modello di mercato standard, ad esempio, l'agente si preoccupa solo del proprio consumo, non di quello degli altri. Nel modello economico standard del diritto degli incidenti, si preoccupa solo delle lesioni che può subire e dei costi che può sostenere; non presta attenzione alle lesioni subite dagli altri o ai costi sostenuti da altri.

Naturalmente, si potrebbe definire "egoistico" in modo ampio per includere qualsiasi cosa motivi l'agente. Tuttavia, tipicamente, l'analista assume che le preferenze dell'agente siano strettamente egoistiche; si preoccupa solo del proprio vantaggio economico o della propria salute e sicurezza. L'assunzione di preferenze strettamente egoistiche è molto restrittiva. Un agente con preferenze strettamente egoistiche sembra essere incapace di seguire una regola o di avere qualsiasi cosa diversa da una ragione prudente per l'azione. L'assunzione dell'interesse stretto di sé sembra quindi limitare la concezione della normatività del diritto a una teoria spoglia della sanzione del dovere.

### *ANALISI POSITIVA E NORMATIVA DEL DIRITTO*

L'analisi positiva<sup>15</sup> cerca di spiegare come le persone rispondono alla minaccia di sanzioni legali ponendosi domande come le seguenti: le sentenze più lunghe riducono

---

<sup>14</sup> Lewis A. Kornhauser and Richard L. Revesz. Legal Change: Sources of Law and the Lexis-Nexis Universe, Columbia Law Review 99, no. 7 (1999): 1758-1847.

<sup>15</sup> Thomas J. Miceli. The economic approach to law, Third edition, Stanford Economics and Finance.

di più la criminalità? Come influiranno i cambiamenti nelle regole sul risarcimento dei danni sul tasso di incidenti? O in modo più controverso: la pena di morte riduce il tasso di omicidi? Come influirebbero le restrizioni alla proprietà di armi sul tasso di criminalità? L'analisi positiva si basa sull'assunzione che le persone rispondano alla legge in questo modo. Essa afferma a volte anche che le regole legali tendono a riflettere il ragionamento economico, in altre parole, l'efficienza è un obiettivo sociale che è effettivamente riflesso nella legge. Questa non è una dichiarazione del fatto che giudici e giurie intraprendano calcoli economici coscienti per determinare la migliore sentenza in casi individuali. Piuttosto, è un'ipotesi sulla tendenza complessiva della legge creata dai giudici (chiamata common law) a riflettere l'efficienza economica come un importante valore sociale. Questa affermazione è in parte controversa, specialmente tra i teorici legali tradizionali che considerano la legge principalmente preoccupata di giustizia (come questa viene definita).

In contrasto con l'analisi positiva, l'analisi normativa si chiede come la legge possa essere migliorata per raggiungere meglio l'obiettivo di efficienza. È come chiedersi come il sistema sanitario o quello dell'istruzione possano essere resi più efficienti. Questo tipo di analisi<sup>16</sup> si basa sull'assunzione che l'efficienza sia un obiettivo che la legge dovrebbe riflettere, e che le regole legali debbano essere cambiate quando non riescono a raggiungerlo. In alcuni casi questo è non controverso, come le proposte volte a migliorare l'efficienza del processo giudiziario, ma l'asserzione generale che l'efficienza sia un valore sociale che la legge dovrebbe promuovere non è così universalmente accettata.

### *L'EFFICIENZA E' UNA NORMA VALIDA PER VALUTARE IL DIRITTO?*

Kaplow e Shavell<sup>17</sup> (2002)<sup>18</sup> hanno argomentato che il benessere sociale, definito come l'aggregazione di un qualche indice del benessere di tutti gli individui della società, dovrebbe essere l'unico criterio per valutare la politica giuridica. Secondo questo argomento, le nozioni di equità non dovrebbero influenzare la politica se non nella misura in cui migliorano il benessere delle persone (cosa che sarebbe vera se le persone

---

<sup>16</sup> G.Tuzet. L'analisi economica come argomentazione giuridica, 2018.

<sup>17</sup> Kaplow, L., Shavell, S. Economic analysis of law. Harvard University Press. (2002).

<sup>18</sup> Kaplow e Shavell (2002) sostengono che il benessere sociale dovrebbe essere l'unico criterio per valutare la politica giuridica.

avessero un "gusto" per l'equità). Allo stesso tempo, affermano che concetti ristretti di efficienza (come la massimizzazione della ricchezza) sono anche inappropriati perché escludono fattori che possono influire sul benessere (ad esempio, la distribuzione della ricchezza).

Tuttavia, suggeriscono che come questione pratica, l'efficienza può spesso essere il miglior proxy per il benessere nella valutazione di regole giuridiche specifiche. Ciò è particolarmente vero per le questioni giuridiche che sono esplicitamente economiche. Ad esempio, i rimedi per la violazione di un contratto dovrebbero essere strutturati per massimizzare i guadagni dal commercio, e le leggi che regolano le dispute di proprietà dovrebbero promuovere la negoziazione e internalizzare gli effetti esterni. Tuttavia, la maggior parte dei lettori obietterà senza dubbio sull'uso dell'efficienza da sola (o del tutto) in altri contesti (ad esempio, nel diritto penale), o lo vedranno come troppo limitato (ad esempio, nei casi di negligenza medica o incidenti ambientali). Anche i più accaniti sostenitori dell'approccio economico al diritto lo capiscono. Ma ciò non dovrebbe dissuaderci dall'applicare la logica economica a questi contesti per vedere quali intuizioni potrebbe fornire, rimanendo sempre consapevoli degli obiettivi contrastanti.

## **1.2 LA DISCLOSURE REGULATION TRADIZIONALE**

La regolamentazione della divulgazione delle informazioni, nota anche come "disclosure regulation"<sup>19</sup> per comodità espositiva, è una strategia regolatoria che impone alle imprese (o alle amministrazioni pubbliche) l'obbligo di fornire informazioni ai consumatori, ai cittadini o al pubblico in generale. Tale strategia mira a influenzare i comportamenti degli individui o delle istituzioni fornendo loro informazioni.

Nei moderni ordinamenti giuridici di stampo liberale, l'aspetto principale che caratterizza questa strategia è la sua pervasività. Secondo Loewenstein<sup>20</sup>, Sunstein e Golman<sup>21</sup>, gli "obblighi informativi" rappresentano la forma più pervasiva e meno

---

<sup>19</sup> La dottrina italiana riconosce la natura pervasiva della disclosure regulation (si veda, ad esempio, il contributo di Giovanni Iudica in *Rivista di diritto civile*, 2008)

<sup>20</sup> Loewenstein, G., Sunstein, C.R., Golman, R. Disclosure: Psychology changes everything. *Annual Review of Economics*, 6(1), 391-419, (2014).

<sup>21</sup> Loewenstein, Sunstein e Golman (2014) definiscono gli "obblighi informativi" come la forma più pervasiva e meno controversa di politica pubblica.

controversa di politica pubblica, spesso considerata come un'alternativa attraente alla cosiddetta "hard regulation". In pratica, siamo circondati e sommersi di informazioni che le autorità regolatorie, il legislatore e le amministrazioni pubbliche obbligano imprese e soggetti pubblici, compresi i professionisti, a fornire. Anche la dottrina italiana riconosce la natura pervasiva della disclosure regulation, caratterizzata da "obblighi (...) che ormai sono diffusi in un variegato spettro di direttive e di regolamenti".

La premessa alla base della disclosure regulation è che fornire maggiori informazioni equivale a generare maggiore conoscenza<sup>22</sup> e, quindi, a consentire un migliore funzionamento dei mercati. In altre parole, la ragione della pervasività della disclosure regulation è che essa è (i) compatibile con i principi di un libero mercato e (ii) rispetta l'autonomia negoziale (sovranità del consumatore). Pertanto, dal punto di vista del regolatore, si tratta di una strategia poco invasiva ma, al tempo stesso, in grado di proteggere l'interesse pubblico. La ragione dell'intervento nella regolamentazione della divulgazione è, infatti, di natura "rimediante". Nelle relazioni bilaterali, l'obbligo di divulgazione è concepito per fornire al contraente più debole le informazioni necessarie per analizzare criticamente le proprie scelte e quindi decidere in modo ottimale. Quando si tratta di prendere decisioni in ambiti complessi, più informazioni rafforzano l'autonomia perché aiutano l'individuo a prendere decisioni migliori, dove "migliori" diventa sinonimo di "razionali", ossia volte a massimizzare il proprio interesse. "L'informazione diventa un presupposto necessario e inderogabile per l'esercizio corretto e razionale dell'autonomia privata".<sup>23</sup>

Ma anche al di fuori della relazione bilaterale contrattuale, nella disciplina degli obblighi informativi si innesta un fascio di interessi anche pubblici, ovvero di "proiezioni" esterne, volte a riportare in equilibrio la condizione di deficit informativo di mercato. Tale proiezione più ampia è intesa come il recupero di efficienza nel mercato, che è stata compromessa dall'assenza o dalla insufficiente circolazione di informazioni. Un mercato concorrenziale può funzionare solo se c'è un minimo di informazione adeguata, anche se non perfetta come prescrive il modello teorico. La

---

<sup>22</sup> L'obbligo di divulgazione è concepito per fornire al contraente più debole le informazioni necessarie per analizzare criticamente le proprie scelte e quindi decidere in modo ottimale (cfr. la teoria dell'information-forcing)

<sup>23</sup> "L'informazione diventa un presupposto necessario e inderogabile per l'esercizio corretto e razionale dell'autonomia privata" (cfr. il contributo di Silvana Sciarra in Rivista di diritto civile, 2002)

regolamentazione della divulgazione mira a ridurre le asimmetrie informative che altrimenti, se non corrette, porterebbero al fallimento del mercato.

Per quanto riguarda la struttura, gli obblighi informativi tendono a concentrarsi dal lato dell'offerta e sono di carattere generale, cioè indirizzati in modo indifferenziato a una molteplicità di destinatari qualificati soggettivamente, come professionisti, fornitori di servizi di consulenza, intermediari finanziari, senza che sia prevista, nella maggior parte dei casi, alcuna differenziazione in ragione delle loro diverse caratteristiche (ad esempio, organizzative).

Sotto il profilo dei contenuti, gli obblighi informativi consistono principalmente in elenchi di informazioni da fornire a soggetti individuati o al pubblico indistinto. Questa circostanza rende il controllo (enforcement) generalmente agevole, dal momento che si tratta di verificare se il soggetto obbligato ha effettivamente fornito le informazioni richieste.

### **1.3 LA DISCLOSURE REGULATION NEI MERCATI FINANZIARI**

La disclosure regulation<sup>24</sup> è una forma di regolamentazione che mira a garantire la trasparenza nei mercati finanziari attraverso l'obbligo per le società di fornire informazioni ai loro investitori e al pubblico in generale. Questo obbligo di divulgazione di informazioni, o "disclosure"<sup>25</sup>, è finalizzato a garantire che gli investitori abbiano a disposizione le informazioni necessarie per prendere decisioni di investimento informate.<sup>26</sup>

Le regole di disclosure richiedono alle società di divulgare informazioni su aspetti importanti delle loro attività, come ad esempio la loro situazione finanziaria, le performance passate e previste, i rischi associati alle attività e così via. Queste informazioni vengono rese pubbliche attraverso documenti ufficiali come i bilanci e le relazioni trimestrali e annuali.

La disclosure regulation è un elemento fondamentale dei mercati finanziari moderni<sup>27</sup>, in quanto consente agli investitori di prendere decisioni di investimento più informate

---

<sup>24</sup> Maria Teresa Paracampo. Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari, secondo volume.

<sup>25</sup> SEC. Disclosure. Securities and Exchange Commission.

<sup>26</sup> Coffee. J.C. Racing towards the top: The impact of cross-listing and stock market competition on international corporate governance. Columbia Law Review, 106(7), 1585-1647, (2006).

<sup>27</sup> FASB. (2016). Conceptual Framework for Financial Reporting. Financial Accounting Standards Board

e migliora la trasparenza delle attività delle società. Tuttavia, alcuni critici sostengono che la regolamentazione della disclosure non sia sufficiente per garantire la trasparenza dei mercati finanziari, poiché gli investitori potrebbero non essere in grado di elaborare tutte le informazioni fornite dalle società.

Inoltre, in alcuni casi, la regolamentazione della disclosure può essere onerosa per le società, soprattutto quelle di piccole dimensioni, che potrebbero non avere le risorse per produrre e divulgare le informazioni richieste. Inoltre, vi è il rischio che le informazioni divulgabili siano limitate da un conflitto tra la necessità di proteggere le informazioni riservate dell'azienda e la necessità di fornire informazioni ai propri investitori.

In generale, la disclosure regulation è uno strumento importante per garantire la trasparenza e la fiducia nei mercati finanziari, ma deve essere implementata in modo da garantire che le informazioni fornite siano accessibili e comprensibili per gli investitori e non impongano costi eccessivi alle società.

#### **1.4 L'IMPATTO DELLE SCIENZE COGNITIVE SULLA DISCLOSURE REGULATION IN AMBITO FINANZIARIO**

Un numero sempre maggiore di ricerche provenienti dalle scienze cognitive, tra cui la psicologia sociale, l'economia comportamentale e le neuroscienze, ha cominciato a mettere in discussione l'efficacia della regolamentazione attraverso la disclosure regulation. Il motivo di ciò è che, anche se l'individuo per cui l'informazione è destinata fosse completamente informato, non avrebbe necessariamente le capacità cognitive per elaborare e utilizzare tutte le informazioni fornite, né l'autocontrollo necessario per decidere in modo razionale. Questo perché si verificano due effetti simultanei: da una parte, il problema insormontabile di sovraccarico e accumulo informativo, e dall'altra, i limiti cognitivi dell'individuo nel prendere decisioni. Studi empirici sul comportamento umano e sul processo decisionale rivelano infatti che le persone "reali" sono lontane<sup>28</sup> dagli assunti della microeconomia classica, in quanto non sempre razionali o capaci di massimizzare il proprio interesse, anche se perfettamente (o

---

<sup>28</sup> Per un'interessante analisi consultare: Gruber, J., Koszegi, B., (2004) Tax incidence when individuals are time-inconsistent: The case of cigarette taxes. *Journal of Public Economics*, 88(9-10), 1959-1987.

meglio) informati. Le persone sono influenzate da bias<sup>29</sup> e, quando si trovano ad affrontare scelte complesse o incerte, spesso ricorrono a scorciatoie mentali o euristiche. Diverse ricerche provenienti dalle scienze cognitive, come la psicologia sociale, l'economia comportamentale<sup>30</sup> e le neuroscienze, hanno messo in discussione l'efficacia della disclosure regulation come strumento regolatorio. La ragione di ciò è che anche se l'individuo fosse completamente informato, non avrebbe le capacità cognitive per utilizzare tutte le informazioni e prendere decisioni razionali. Ciò è dovuto alla presenza di due effetti: l'accumulo di informazioni e i limiti cognitivi dell'individuo. Numerosi studi hanno dimostrato che gli individui non sono razionali e spesso usano scorciatoie mentali e euristiche nelle decisioni complesse o incerte.

L'operare di queste variabili mentali nel processo decisionale rende imprevedibile il comportamento dell'individuo, ma la regolamentazione può tenerne conto. Se il regolatore non considera questi fattori, rischia di vanificare l'efficacia dei propri interventi, soprattutto per proteggere gli interessi dei consumatori. Già negli anni '50, il premio Nobel Herbert Simon aveva evidenziato come la disclosure regulation potesse generare sovraccarico informativo, anziché rendere l'individuo più informato. La finanza comportamentale ha dimostrato che gli investitori sono condizionati da limiti cognitivi e bias comportamentali che influenzano le decisioni, contrariamente all'ipotesi di perfetta razionalità alla base della teoria economica classica. Kahneman e Tversky<sup>31</sup> hanno dimostrato che la percezione del rischio può essere distorta da eccesso di fiducia o di ottimismo determinato da euristiche che portano a comportamenti troppo rischiosi.<sup>32</sup>

Le scelte che potrebbero essere considerate meno efficienti in base all'ipotesi dell'efficient capital market (ECMH)<sup>33</sup> sono spesso il risultato dell'uso di euristiche come l'availability o l'anchoring. Questo comporta una semplificazione delle informazioni complesse e una valutazione delle informazioni facilmente richiamabili alla memoria (cioè quelle disponibili, come ad esempio un ricordo molto vivido) o

---

<sup>29</sup> Per un approfondimento consultare: Gabaix, X., Laibson, D., Moloche, G., Weinberg, S. (2006). Costly information acquisition: Experimental analysis of a boundedly rational model. *American Economic Review*, 96(4), 1043-1068.

<sup>30</sup> Lowenstein, G., Sunstein, C.R. (2014). Can behavioural economics save the environment? *Journal of Economic Perspectives*, 28(3), 188-194.

<sup>31</sup> Kahneman, D., Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292

<sup>32</sup> Kahneman, D. (2011). *Thinking, fast and slow*. Macmillan.

<sup>33</sup> Coffee, J.C. *Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work*, Vol. 25, May 1970.



ancorate ad una opzione informativa predefinita (come ad esempio un prezzo di riferimento o una qualità che è stata enfatizzata da un consulente).

È stato dimostrato che anche i soggetti con conoscenze avanzate in finanza, quando si trovano ad affrontare scelte complesse, non sono in grado di utilizzare le proprie competenze in modo adeguato. In altre parole, anche gli investitori "professionali" o le "controparti qualificate" tendono ad essere over-confident o ottimisti rispetto ai guadagni futuri quando si tratta di assumere decisioni rischiose.

Secondo un rapporto della CONSOB sui comportamenti di risparmio delle famiglie, addirittura l'83% dei risparmiatori con elevate conoscenze finanziarie mostra almeno un bias, mentre la percentuale scende al 66% nella popolazione con conoscenze finanziarie meno avanzate. Un'eccessiva quantità di informazioni può generare un sovraccarico decisionale (choice overload<sup>34</sup>), nel senso che l'individuo smette di assimilare, comprendere e valutare le informazioni fornite, e passa a valutare le opzioni decisionali basandosi su scorciatoie (euristiche) come prime impressioni o consigli degli advisor.

Queste caratteristiche rendono difficile valutare l'efficacia degli obblighi di disclosure, poiché non si può presupporre che gli individui siano dotati di razionalità perfetta e di capacità illimitate di elaborare informazioni.<sup>35</sup>

Alcuni studiosi hanno proposto di abbandonare completamente la strategia di regolamentazione della disclosure, poiché non considera i limiti cognitivi degli individui e sarebbe destinata a fallire in ogni ambito. Questa posizione, definita "iconoclasta" dalla dottrina attenta, suggerisce di sostituire la disclosure regulation<sup>36</sup> con intermediari informativi come consulenti, advisor, siti di comparazione, agenzie di rating, ecc., che avrebbero il compito di semplificare e disseminare le informazioni complesse tra il pubblico meno sofisticato attraverso piattaforme internet. Tuttavia, questa proposta non sembra risolutiva, poiché anche gli advisor, le agenzie di rating e le classifiche online sono soggetti agli stessi rischi di bias e manipolazione, oltre ad

---

<sup>34</sup> Termine coniato da Sheena Iyengar e Mark Lepper nel loro articolo del 2000: "When choice is demotivating: can one desire too much of a good thing"

<sup>35</sup> Per approfondimenti sulla teoria della regolamentazione informativa e i suoi limiti, si consiglia la lettura di "The limits of disclosure" di Omri Ben-Shahar e Carl E. Schneider, pubblicato su "The University of Chicago Law Review" nel 2011.

<sup>36</sup> Per un'analisi critica della proposta di sostituire la disclosure regulation con intermediari informativi, si consiglia la lettura di "Regulating by Information: The Emergence of Transparency in Financial Markets" di Ronald J. Gilson e Reinier H. Kraakman, pubblicato su "Harvard Law Review" nel 2011.

essere opachi e avere limitata indipendenza, come la regolamentazione informativa tradizionale.

## **CAPITOLO 2: I NUOVI CONFINI DEL SETTORE FINANZIARIO: IL FINTECH**

### **2.1 L'IMPATTO DELLA TECNOLOGIA SUL SETTORE FINANZIARIO**

L'innovazione tecnologica può essere ritenuta una tecnologia “disruptive” per l'industria finanziaria tradizionale, data la forte discontinuità che lo sviluppo di nuove tecnologie produce. Essa chiaramente non risulta una novità all'interno del contesto finanziario ma ultimamente stiamo assistendo ad una propagazione di quest'ultima sempre più rapida ed intensa tanto che oramai è diventato impossibile non conoscere e non parlare del *FinTech*.

Acronimo di Financial Technology, esso nasce dall'unione dei termini “Finanza” e “Tecnologia”, ma nella realtà assume un significato ben più ampio. Difatti il *FinTech* rappresenta un fenomeno intersettoriale a tutti gli effetti ed è per tale motivo che la nozione di quest'ultimo è più propriamente riferibile ad un'ampia serie di innovazioni e modalità innovative nell'esercizio di attività che sono direttamente e indirettamente riferibili al mondo dei servizi finanziari e che sono state rese possibili e si basano sulla tecnologia.

Puntuale risulta infatti l'accezione fornita dal FSB<sup>37</sup> (2017) che lo definisce come un fenomeno orizzontale e intersettoriale: “*FinTech is defined as technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services*”.

*FinTech* è quindi una tecnologia per la semplificazione applicata ai servizi finanziari. In un mondo sempre più complesso ci si trova di fronte alla necessità di escogitare nuove soluzioni, ed è per tale motivo che esso ancor prima di essere un fenomeno tecnologico, è un fenomeno culturale.

---

<sup>37</sup> Financial Stability Board, (2017), Financial Stability implications from FinTech.

Risulta però opportuno distinguere le imprese *FinTech*<sup>38</sup>, come sin qui definite, da altre società che erroneamente vengono incluse in tale definizione. Si tratta di aziende operanti nel settore tecnologico e quindi “Tech”<sup>39</sup> ma non “Fin”, che sviluppano dei servizi utili per le attività finanziarie, assumendo quindi la veste di fornitori o partner piuttosto che il ruolo di concorrenti. La fondamentale differenza risiede quindi nell’oggetto della produzione che per queste ultime è rappresentato dalla tecnologia, la quale invece rappresenta solo uno strumento utile per le imprese *FinTech*.<sup>40</sup>

Peraltro, nulla toglie che siano proprio le aziende tecnologicamente più avanzate (operanti in vari settori industriali) a poter più agevolmente diversificare le attività, aggiungendo alla loro filiera produttiva uno o più servizi finanziari digitalizzati. Si configurano, in tal caso, società (o gruppi) multi-prodotto classificabili come TechFin.

In unione con il nuovo fenomeno della c.d. “open innovation”<sup>41</sup> in cui coesistono competizione e collaborazione tra i vari attori del mercato<sup>42</sup>, il *FinTech* diviene una potentissima forza di accelerazione per le politiche di integrazione dei mercati e servizi finanziari. Difatti una peculiarità di quest’ultimo è proprio la “modularità”, la quale contribuisce a creare uno scenario di mercato sempre più aperto a intraprendere nuove iniziative grazie all’abbattimento di barriere operative e materiali.

La struttura dell’industria dei servizi finanziari è quindi destinata a modificarsi radicalmente e in brevissimo tempo proprio a causa di questa nuova spinta.

Ora infatti possiamo osservare una tendenza alla micro-segmentazione<sup>43</sup> dei mercati e di un’offerta al pubblico sempre più personalizzata grazie proprio alla flessibilità derivante dall’abbattimento delle barriere operative e all’uso (o talvolta abuso) di informazioni raccolte attraverso il mondo tecnologico.

---

<sup>38</sup> La struttura dell’industria dei servizi finanziari è destinata a modificarsi radicalmente e in breve tempo a causa della spinta del *FinTech* (Schwab, 2017)

<sup>39</sup> Gomber, P., Koch, J.A., Siering, M. (2017). Blockchain. *Business and Information System Engineering*, 59(3), 183-187.

<sup>40</sup> Le imprese *FinTech* sono società che operano in vari settori industriali, ma che sono in grado di aggiungere uno o più servizi finanziari digitalizzati alla loro filiera produttiva (Gomber, Koch, Siering, 2017)

<sup>41</sup> L’open innovation è un fenomeno in cui coesistono competizione e collaborazione tra i vari attori del mercato (Schwab, 2017).

<sup>42</sup> Schwab, K. (2017). *The fourth industrial revolution*. Geneva, Switzerland: World Economic Forum.

<sup>43</sup> La micro-segmentazione dei mercati e l’offerta sempre più personalizzata sono possibili grazie alla flessibilità derivante dall’abbattimento delle barriere operative e all’uso di informazioni raccolte attraverso il mondo tecnologico (Gomber, Koch, Siering, 2017)

In questo nuovo contesto<sup>44</sup> quindi le Big Tech (soggetti leader nel campo del digitale, come ad esempio Apple, Google, e Amazon) possono rappresentare una minaccia per le dinamiche competitive del settore finanziario, poiché in grado di dominare i mercati di riferimento grazie alla gestione dei “Big Data”.

Inoltre a causa dell’elevata riproducibilità<sup>45</sup> dei servizi digitali resi da un intermediario tradizionale, il mercato finanziario potrebbe divenire preda di un processo di decentralizzazione dell’offerta dei servizi specialistici e innovativi da parte di una pluralità di operatori del *FinTech*, il che potrebbe trovare complemento e rafforzare il potere delle Big-Tech, le quali sono propriamente interessate a fornire esperienze a 360 gradi e piattaforme di servizi integrate.

Ovviamente le sorti del mercato dei servizi finanziari saranno il risultato delle scelte strategiche<sup>46</sup> messe in atto dalle big tech e dalle politiche di regolamentazione che verranno attuate, con riguardo non solo al *FinTech* nello specifico, ma a tutto quel mondo ancora più complesso dell’innovazione tecnologica, della sicurezza informatica, delle politiche di regolamentazione concorrenziale e infine alla questione privacy che ultimamente con l’avvento dei big data ricopre un ruolo sempre più centrale.

Peraltro vale la pena sottolineare come le attività finanziarie che vengono sviluppate dalle *FinTech* non richiedano sempre l’utilizzo di tecnologie all’avanguardia o particolarmente specializzate; quindi almeno in linea di principio le soluzioni individuate in tali ambiti dovrebbero poter essere agevolmente e velocemente replicabili dagli IFV<sup>47</sup> (intermediari finanziari vigilati), non essendo necessari investimenti particolarmente ingenti o specifiche competenze informatiche.

Difatti al livello attuale di evoluzione del *FinTech* possiamo evidenziare che queste imprese propongono una modularizzazione<sup>48</sup> delle attività finanziarie ed una

---

<sup>44</sup> C.Schena, A.Tanta, A.Arlotta, G.Potenza. Lo sviluppo del Fintech, opportunità e rischi per l’industria finanziaria nell’era digitale.

<sup>45</sup> Per approfondimenti si veda: M. Catalini, “blockchain Technology and Crowdfunding”, in Handbook of Blockchain, Digital Finance, and Inclusion, Vol.1: Cryptocurrency, FinTech, InsurTech, and Regulation, A.L. Yeh and D.T. Nguyen (eds.), Academic Press, 2020.

<sup>46</sup> Per approfondimenti si veda: D. Campbell-Allen, “big Data: A view from the Competition Authorities”, in Cambridge Handbook of Big Data and Competition Law, D. Zimmer (ed.), Cambridge University Press, 2020.

<sup>47</sup> Per approfondimenti, si veda: J.S. Lerner, “FinTech and the financial System”, in Journal of financial Services research, vol.51, no. 1, 2017.

<sup>48</sup> Per approfondimenti si veda: L. Gambacorta, “Banking in the Digital Age: Opportunity or Threat?”, in Banca d’Italia Occasional Papers, no. 451, 2019.

moltiplicazione dei canali di intermediazione diretta, offrendo servizi specializzati in specifici ambiti operativi. Questo approccio strategico di penetrazione graduale e specializzata del mercato, mediante canali distributivi esclusivamente telematici, consente alle *FinTech* di operare con strutture particolarmente snelle e flessibili.

Ciò, almeno per ora, distingue le *FinTech* dagli IFV e, in particolar modo, dalle banche, che nel tempo hanno ampliato i propri ambiti di attività, divenendo fornitori omnicomprensivi di servizi e prodotti finanziari. Le banche, infatti, hanno seguito modelli di business (banca universale o *bancassurance*<sup>49</sup>) e adottato soluzioni organizzative (strutture di gruppo e conglomerali), che hanno determinato lo sviluppo di strutture complesse, atte a rivolgersi ad una clientela variegata con una gamma di offerta integrata e diversificata.

Ciò però non esclude che in prospettiva anche le *FinTech*<sup>50</sup> possano andare a diversificare le proprie attività con l'obiettivo di raggiungere economie di costo e soprattutto soddisfare in modalità integrata tutta una pluralità di esigenze della clientela. Possiamo difatti già osservare questa tendenza nell'ambito dei servizi di pagamento, nei quali le imprese *FinTech* operano già da diversi anni e hanno mostrato e continuano tuttora a mostrare la capacità di abbinare servizi di gestione finanziaria e di investimento. Un ulteriore aspetto meritevole di attenzione emerge dalla constatazione di una divergenza e differenza di diffusione del fenomeno del *FinTech* all'interno dei diversi contesti nazionali.<sup>51</sup>

Difatti abbiamo un fenomeno molto più contenuto nel contesto italiano rispetto al resto d'Europa, e non paragonabile nemmeno a quello rilevabile nel contesto britannico, statunitense e asiatico. Ovviamente la causa di questo disallineamento da un lato risiede nelle differenti scelte normative effettuate negli ordinamenti dei singoli paesi

---

<sup>49</sup>“Bancassurance: The Battle for the future” di Chris Wiscarson e Karen Bommartini.

<sup>50</sup> Per approfondimento sulle attività delle *FinTech* e la loro capacità di diversificazione delle attività, si consiglia la consultazione del libro “*FinTech anche the Remaking of Financial Institutions*” di Bennetts, Hull, and Howells (2018).

<sup>51</sup> Sull'argomento della diffusione delle *FinTech* nei diversi contesti nazionali, si suggerisce la lettura di: “*The Global Findex Database 2017: Measuring Financial Inclusion and The FinTech Revolution*” della Banca Mondiale (2018).

in relazione al *FinTech* e dall'altro nella percezione dei rischi<sup>52</sup> e al grado di fiducia riconducibili alla domanda del paese stesso.

Nonostante quanto appena detto inerentemente alla disomogeneità tra aree geografiche, si rileva che a livello mondiale il fenomeno risulta tutt'altro che limitato ad un determinato numero di start-up operanti su linee circoscritte di business e a basso impatto competitivo nei confronti del sistema finanziario tradizionali. Difatti sono presenti sul mercato operatori di vastissime dimensioni, e non solo ascrivibili alle cosiddette TechFin già esistenti sul mercato (come Apple, Google o Amazon) ma veri e propri nuovi operatori *FinTech* con la F maiuscola. Uno dei possibili esempi è costituito da Seedrs, il quale nonostante la sua recente nascita è divenuta una delle piattaforme di crowdfunding<sup>53</sup> più importanti al mondo.

Quanto detto finora risulta certamente rilevante nell'ottica della regolamentazione antitrust e della disciplina in materia di conflitti di interesse<sup>54</sup>, i quali sono fortemente influenzati da aspetti come lo sviluppo dimensionale di tale settore, il quale può condurre e ha condotto a posizioni dominanti<sup>55</sup> all'interno di alcuni contesti operativi.

Inoltre sarebbe opportuno considerare che le società *FinTech*, proprio per la loro particolare natura, sono in grado di superare in modo più che agevole i confini nazionali e quindi di operare “cross border” mediante dei canali telematici e digitali, riuscendo quindi anche ad interfacciarsi con un elevato numero di clienti di differente nazionalità, pur mantenendo una diffusione fortemente differenziata. Ciò conduce quindi ad una minaccia di disintermediazione del sistema finanziario tradizionale che prescinde dal grado di diffusione del fenomeno in un determinato contesto geografico. Tale discorso risulta inoltre applicabile con riferimento alla domanda di tali servizi finanziari, intendendo quindi che persino la clientela può risultare propensa a rivolgersi

---

<sup>52</sup> Per approfondimenti sul ruolo delle scelte normative e della percezione dei rischi nella diffusione delle FinTech nei diversi paesi, si può consultare: “Regulation and supervision of FinTech” di Dirk Zetsche e Douglas W. Arner (2020).

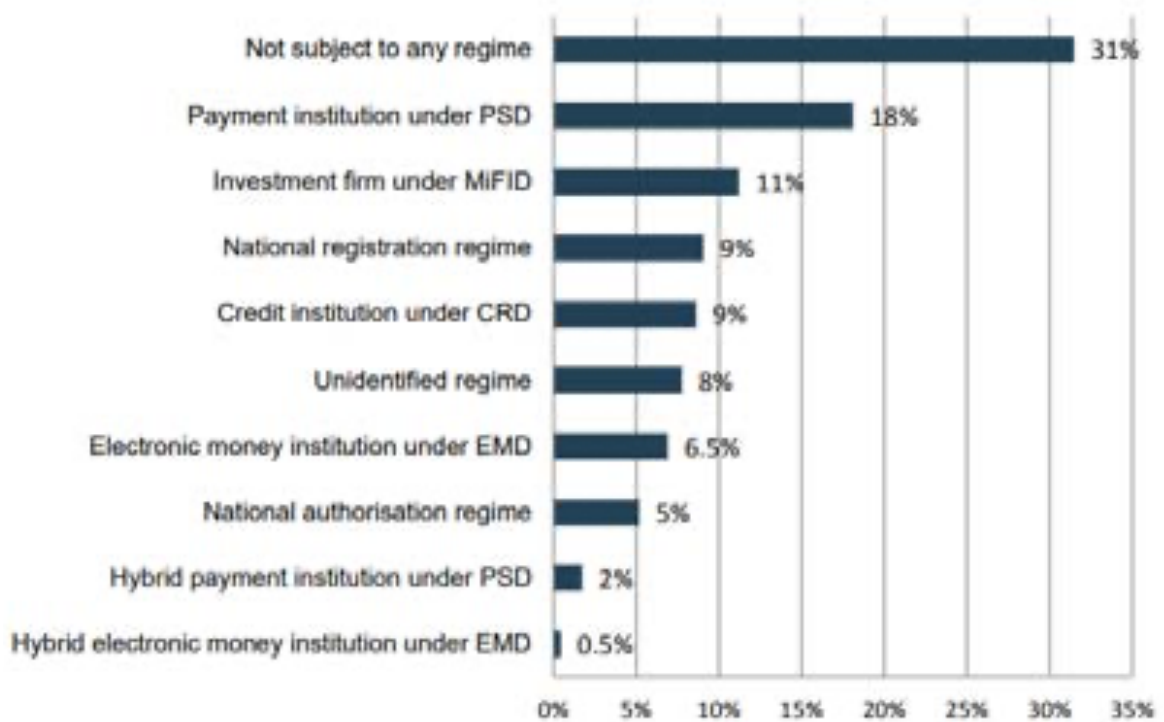
<sup>53</sup> Per maggiori informazioni sul concetto del crowdfunding si legga: The economics of Crowdfunding: Startups, Portals, and Investor Behavior” di Douglas Cumming e Sofia Johan (2017).

<sup>54</sup> Si faccia riferimento al lavoro di Nicola Sartori, “Antitrust e FinTech: una prima ricognizione” pubblicato sulla rivista “diritto Bancario” nel 2018.

<sup>55</sup> “The future of FinTech: A Paradigm Shift in Small Business Finance” pubblicato dal World Economic Forum nel 2015

all'estero per usufruire di servizi *FinTech* attraverso una via telematica, prescindendo quindi anche in questo caso dalla sede dell'operatore.

La caratteristica di questi operatori di operare in modalità “cross border”<sup>56</sup> nell'offrire servizi alla clientela attraverso canali tecnologici, mette in risalto ancora di più e per l'ennesima volta, la forte importanza che le scelte compiute sul piano normativo e di vigilanza avranno, tenendo in considerazione proprio l'elevata eterogeneità attualmente prevista nei vari ordinamenti nei confronti del *FinTech*. In un contesto del genere non risulta infatti così insolito riscontrare arbitraggio normativo<sup>57</sup> da parte di questi soggetti, come in effetti è riscontrabile attualmente nella realtà operativa a livello internazionale.



**Fonte: EBA (2017b)**

<sup>56</sup> “Cross-border FinTech regulation: opportunities and challenges” pubblicato su “Journal of Banking Regulation” nel 2018.

<sup>57</sup> “FinTech and financial Services: Initial Considerations” pubblicato dal Financial Stability Board nel 2017.

## 2.2 IL FINTECH IN EUROPA

Al centro del dibattito europeo sul *FinTech*<sup>58</sup> troviamo il tema del “come” e del “perché” regolare, a causa della forte interdipendenza di quest’ultimo con il mondo generale dell’economia digitale.

In questo contesto infatti esiste un’elevata probabilità che l’utilizzo della tecnologia in modo così esteso, possa ricadere al di fuori dell’attuale quadro di regolamentazione europea “activity-based”, con il forte rischio che esso rimanga disciplinato a livello di singolo Stato membro. Inoltre la propensione europea alla valorizzazione dell’innovazione dei processi e servizi attraverso spazi di sperimentazione e la creazione di un c.d. “level-playing-field” per il settore finanziario dell’unione, non fa altro che incrementare il pericolo di frammentazione normativa. Risulta quindi cruciale l’approccio Europeo in tema Fintech, tenendo sempre in considerazione che l’innovazione tecnologica è di gran lunga più rapida della capacità dei regolatori di produrre norme efficaci, rendendo questo compito quindi ancora più arduo.

Il *FinTech*<sup>59</sup> per l’Europa è da considerarsi oltretutto come un asset strategico importantissimo, da preservare quindi con una rinnovata politica per l’innovazione. La sfida che quindi si presenta alle porte dell’Unione è ben più complessa di quanto si potrebbe immaginare, e racchiude al suo interno un insieme di regole, conoscenze e prassi operative oramai consolidate.

In questi anni difatti abbiamo potuto assistere a un sostegno nei confronti del fenomeno del *FinTech* da parte delle istituzioni europee in quanto come detto precedentemente esso potrebbe, se sfruttato nel modo corretto, condurre alla formazione di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari. Risulta cruciale per comprendere la posizione europea nei confronti di tale fenomeno, quanto detto dal Parlamento Europeo nella risoluzione del gennaio 2017 su “*Tecnologia finanziaria: l’influenza della tecnologia*

---

<sup>58</sup> European commission, “FinTech Action Plan: For a more competitive and innovative European financial sector”, 2018: questo documento della Commissione Europea delinea le priorità e le azioni che l’UE intende adottare per supportare lo sviluppo del FinTech, promuovere l’innovazione e garantire una regolamentazione adeguata.

<sup>59</sup> Per ulteriori approfondimenti sulla posizione europea nei confronti del FinTech consultare: European Banking Authority, “Opinion on the regulatory perimeter under article 1(5) of Directive (EU) 2015/849 (the Fourth Anti-Money Laundering Directive) with regard to providers of innovative payment services,” 2018: questa opinione dell’Autorità bancaria Europea fornisce un’interpretazione della normativa Europea in materia antiriciclaggio applicabile ai fornitori di servizi di pagamento innovativi, inclusi i provider di servizi FinTech.



*sul futuro del settore finanziario*” nella quale afferma<sup>60</sup> «Gli sviluppi in materia *FinTech* dovrebbero contribuire allo sviluppo e alla competitività del sistema finanziario e dell’economia europei, compreso il benessere dei cittadini europei, migliorando al contempo la stabilità finanziaria e garantendo il massimo livello possibile di protezione dei consumatori», ed evidenzia successivamente i principali benefici per quanto riguarda sia i consumatori che le imprese, come «servizi finanziari migliori, più rapidi, meno costosi, più personalizzati, inclusivi, resilienti e trasparenti» permettendo così a tutti i cittadini condizioni di accesso al mercato più ottimali e favorendo l’inclusione finanziaria.

In contrapposizione a questi numerosissimi benefici è necessario però evidenziare anche i rischi rilevanti che tale fenomeno porta con sé, tra i quali troviamo: il rischio di sicurezza informatica in relazione al furto di informazioni personali o risorse economiche ed inadeguatezza dei sistemi di controllo e degli assetti di governance dei nuovi operatori *FinTech*.

L’intervento delle istituzioni<sup>61</sup> europee nell’innovare e nello stare al passo con tale evoluzione, risulta quindi concreto, e rimandando alla sopra citata Risoluzione il Parlamento europeo ha individuato le principali aree di intervento prioritario. In particolare, si pone grande attenzione alla cybersecurity e alla protezione dei dati personali, con l’obiettivo di creare maggiore consapevolezza tra i consumatori riguardo al valore dei propri dati. Inoltre, si promuove l’interoperabilità dei servizi *FinTech* all’interno dell’Unione europea, il level playing field e la tutela della concorrenza attraverso l’agevolazione dell’ingresso delle nuove start-up innovative e la prevenzione di arbitraggi regolamentari tra gli Stati membri.

Inoltre, il Parlamento Europeo suggerisce la sperimentazione controllata delle nuove tecnologie e strumenti di stress-testing, nonché la promozione dell’educazione finanziaria e della fiducia digitale per raggiungere una maggiore inclusione finanziaria dei consumatori "unbanked"<sup>62</sup>. Ciò richiede l’abbattimento delle barriere legate alla

---

<sup>60</sup> European Parliament, “FinTech and the influence of technology on the future of the financial sector,” 2017: questa risoluzione del Parlamento Europeo fornisce una panoramica sulle opportunità e le sfide del FinTech in Europa e propone una serie di raccomandazioni per garantire una regolamentazione adeguata.

<sup>61</sup> European Securities and Markets Authority, “ESMA’s advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets,” 2019: questo documento dell’Autorità Europea per i mercati finanziari fornisce orientamenti sulla regolamentazione degli Initial Coin Offering (ICO) e degli asset criptati, che sono diventati sempre più popolari nel settore FinTech.

<sup>62</sup> Con il termine “Unbanked” ci si riferisce alle persone che non hanno accesso ai servizi bancari tradizionali, come un conto corrente o una carta di credito.

mancanza di fiducia nei digital tools e ai bassi livelli di educazione finanziaria e digitale, permettendo ai consumatori di utilizzare i servizi offerti dai canali digitali in modo responsabile.

Per quanto riguarda la concorrenza, il Parlamento europeo ha indicato i principi ai quali dovrebbe attenersi la regolamentazione del *FinTech*, ovvero l'approccio per attività, la neutralità tecnologica e la proporzionalità ai rischi. L'approccio per attività prevede l'applicazione delle stesse regole indipendentemente dall'entità giuridica che svolge l'attività e dal grado di automatizzazione della stessa, garantendo un level playing field tra i vari attori del mercato. Tuttavia, tale approccio può penalizzare le start-up innovative che dovrebbero beneficiare di oneri di compliance meno stringenti. Per superare questo trade-off tra tutela della naturale concorrenza e l'innovazione, è possibile optare per un approccio ibrido princile-based e rule-based<sup>63</sup>, applicando il primo alle new comers di piccole dimensioni e il secondo alle incumbents.

La neutralità tecnologica<sup>64</sup> richiede di astenersi dal bloccare o favorire lo sviluppo di una certa tecnologia solo sulla base dei primi effetti, adottando invece un atteggiamento wait-and-see basato sul monitoraggio iniziale del fenomeno e sul successivo intervento una volta ottenuti elementi di valutazione sufficienti per orientare l'azione normativa. Il principio di proporzionalità<sup>65</sup> prevede l'incidenza della regolamentazione e dei controlli che devono essere commisurati alle dimensioni, alla complessità e alla rilevanza sistemica dei soggetti vigilati e dei rischi ad essi legati.

Infine, per quanto riguarda la sperimentazione delle innovazioni *FinTech*, essa avviene tramite le cosiddette regulatory sandboxes<sup>66</sup>, ossia ambienti virtuali nei quali operatori e supervisori possono testare e sperimentare nuove tecnologie innovative nel settore finanziario in luogo controllato caratterizzato da una pressione normativa più leggera. La partecipazione alle sandboxes presenta diversi vantaggi per le società coinvolte, come la possibilità di ridurre i costi di conformità associati all'avvio dell'attività, la concessione di deroghe normative e l'accesso a consulenze dalle autorità di vigilanza sulla corretta applicazione delle norme. Allo stesso tempo, le sandboxes consentono ai

---

<sup>63</sup> D.W. Arner, J.N. Barberis, R.P. Buckley. *The evolution of FinTech: A new post-crisis Paradigm*, 2016.

<sup>64</sup> Si veda “Net Neutrality Compendium: Human Rights, free Competition and the Future of the Internet” di Luca Belli (2016) e l’articolo “Technology-Neutral Regulation: A new Paradigm for Electricity” di Christopher J. Barrat (1999).

<sup>65</sup> “Il principio di proporzionalità nel diritto dell’Unione Europea” di Michele Boldrin (2012).

<sup>66</sup> Si può fare riferimento a: “Guida all’utilizzo delle regulatory sandbox” pubblicato dall’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) nel 2020.

regolatori e alle autorità di vigilanza di monitorare da vicino le innovazioni e acquisire informazioni utili per eventuali interventi futuri nel campo regolamentare.

Esistono anche altre opzioni alternative alle sandboxes, come gli innovation hub e gli incubators<sup>67</sup>. Gli innovation hub rappresentano un luogo in cui gli operatori possono incontrare le autorità per ottenere indicazioni o chiarimenti, senza però coinvolgimento diretto nello sviluppo della tecnologia. Gli incubators, invece, prevedono un coinvolgimento più attivo delle autorità di vigilanza, attraverso partnership e cofinanziamenti nella sperimentazione e nello sviluppo del progetto.<sup>68</sup>

In seguito alla pubblicazione della Risoluzione sul *FinTech*, la Commissione Europea ha stilato diversi report e documenti di consultazione sul tema del *FinTech*. Alcuni dei report più rilevanti sono i seguenti:

- I. Rapporto della Commissione Europea sul *FinTech* del 2020: Questo rapporto presenta una panoramica del settore *FinTech* in Europa, analizzando le principali tendenze, le opportunità e le sfide per le istituzioni finanziarie e per i consumatori. Il rapporto discute anche il ruolo del regolamento nel supporto all'innovazione nel settore *FinTech*.
- II. Rapporto della Commissione Europea sulla digitalizzazione del settore finanziario del 2020<sup>69</sup>: Questo rapporto analizza l'impatto della digitalizzazione sul settore finanziario, discutendo in particolare la digitalizzazione dei servizi finanziari tradizionali, l'emergere di nuovi servizi finanziari digitali e l'impatto della digitalizzazione sulla regolamentazione.
- III. Documento di consultazione sulla strategia europea per il *FinTech* del 2020: Questo documento di consultazione ha chiesto il parere degli stakeholder del settore *FinTech* sulla futura strategia europea per il *FinTech*. Il documento ha esplorato diverse aree, tra cui la promozione dell'innovazione, la creazione di un ambiente regolamentare favorevole e la promozione della cooperazione transfrontaliera.

---

<sup>67</sup> Si faccia riferimento ai documenti ufficiali di autorità di vigilanza che ne regolamentano l'uso: "Raccomandazione sulle innovation hub" pubblicato dall'Autorità Bancaria Europea (EBA) nel 2017.

<sup>68</sup> Le Aziende del FinTech in Italia 2017, 2017, Pwc.

<sup>69</sup> <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2020:0591:FIN:IT:PDF>

IV. Rapporto della Commissione Europea sulla regolamentazione delle criptovalute del 2020<sup>70</sup>: Questo rapporto ha esaminato l'attuale quadro regolamentare delle criptovalute in Europa e ha discusso le sfide e le opportunità della regolamentazione delle criptovalute per l'UE.<sup>71</sup>

Questi sono solo alcuni dei report pubblicati dalla Commissione Europea sul tema del *FinTech*. La Commissione continua a monitorare da vicino lo sviluppo del settore *FinTech* e pubblica regolarmente documenti di consultazione e relazioni per fornire supporto e orientamento a governi, istituzioni finanziarie e altre parti interessate nel settore. I quattro report sopra riportati forniscono un'ampia panoramica del settore *FinTech* in Europa e delle sfide e opportunità che si presentano per la regolamentazione.

Difatti come detto inizialmente, dal punto di vista regolamentare, emerge la necessità di creare un ambiente regolamentare che sia equo, efficace e innovativo, in grado di garantire la stabilità e la sicurezza del sistema finanziario, ma anche di promuovere l'innovazione e la competitività del settore *FinTech*.

In particolare, i report evidenziano la necessità di:

- I. Un quadro normativo adeguato e flessibile per sostenere l'innovazione: La Commissione riconosce che la regolamentazione deve essere adattata alle nuove tecnologie e alle nuove forme di attività finanziaria che emergono nel settore *FinTech*. Il rapporto sulla strategia europea per il *FinTech* del 2020 sottolinea la necessità di creare un quadro normativo flessibile, ma al tempo stesso efficace, che possa adattarsi alle esigenze del mercato e dell'innovazione.
- II. La promozione della cooperazione transfrontaliera: Il rapporto sulla strategia europea per il *FinTech* del 2020 riconosce che la cooperazione transfrontaliera è essenziale per promuovere l'innovazione e la competitività nel settore *FinTech*.

---

<sup>70</sup> Relazione recante raccomandazioni alla Commissione sulla finanza digitale: rischi emergenti legati alle cripto-attività - sfide a livello della regolamentazione e della vigilanza nel settore dei servizi, degli istituti e dei mercati finanziari: [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2020-0161\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2020-0161_IT.html)

<sup>71</sup> I quattro documenti sopra citati sono stati pubblicati dalla Commissione Europea nel 2020 e riguardano il settore *FinTech* e la sua regolamentazione in Europa. Il primo e il secondo rapporto analizzano rispettivamente il settore *FinTech* in generale e l'impatto della digitalizzazione sul settore finanziario. Il terzo documento è un documento di consultazione che ha chiesto il parere degli stakeholder del settore *FinTech* sulla futura strategia europea per il *FinTech*. Infine, il quarto rapporto esamina l'attuale quadro regolamentare delle criptovalute in Europa e discute le sfide e le opportunità della regolamentazione delle criptovalute per l'UE. La Commissione Europea continua a monitorare lo sviluppo del settore *FinTech* e pubblica regolarmente documenti di consultazione e relazioni per fornire supporto e orientamento a governi, istituzioni finanziarie e altre parti interessate nel settore.

La Commissione ha quindi incoraggiato la creazione di un ambiente di cooperazione tra le autorità di regolamentazione nazionali e ha avviato l'elaborazione di un quadro di cooperazione transfrontaliera.

- III. La promozione della trasparenza e della protezione dei consumatori: I report della Commissione Europea evidenziano la necessità di garantire la trasparenza delle attività finanziarie e la protezione dei consumatori. In particolare, il rapporto sulla digitalizzazione del settore finanziario del 2020 sottolinea la necessità di creare un quadro normativo per la protezione dei dati dei consumatori e la privacy.

Affianco alla Commissione Europea troviamo il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria il quale anch'esso ha svolto un ruolo importante nella regolamentazione del settore *FinTech* e nella promozione di una maggiore sicurezza e stabilità del sistema finanziario globale. Nel 2018, il Comitato ha pubblicato un documento consultivo intitolato "Sound Practices: Implications of fintech developments for banks and bank supervisors"<sup>72</sup> che analizza l'impatto delle tecnologie finanziarie sulle banche e sui regolatori. Il documento fornisce una panoramica degli sviluppi del *FinTech* nel settore finanziario e identifica le implicazioni e le sfide per le banche e i supervisori bancari. Il Comitato ha anche emesso linee guida<sup>73</sup> sulla governance delle banche digitali nel 2020, che forniscono indicazioni sulle migliori pratiche di governance e di controllo interno per le banche che operano tramite canali digitali.

Inoltre, il Comitato ha avviato un lavoro per valutare gli impatti delle tecnologie finanziarie sulle banche e sui regolatori, incluso l'impatto sui requisiti patrimoniali, sul rischio operativo e sulla gestione del rischio cibernetico.

Non trascurabile risulta anche il ruolo dell'Autorità Bancaria Europea (EBA)<sup>74</sup> nei confronti di questo settore. Di seguito sono riportate alcune delle attività svolte dall'EBA in merito al *FinTech*:

---

<sup>72</sup> Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. (2018). Sound Practices: Implications of fintech developments for banks and bank supervisors. Consultative document.

<https://www.bis.org/bcbs/publ/d439.htm>

<sup>73</sup> Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. (2020). Guidelines for the prudential supervision of digital banks. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d497.htm>

<sup>74</sup> L'Autorità Bancaria Europea (EBA) è un'agenzia dell'Unione Europea che si occupa della regolamentazione e della supervisione bancaria a livello europeo. L'EBA ha un ruolo importante nel monitoraggio e nella regolamentazione del settore *FinTech*, assicurando una maggiore sicurezza e stabilità del sistema finanziario europeo.

- I. Monitoraggio e analisi del settore *FinTech*: l'EBA ha pubblicato diversi rapporti sullo stato del *FinTech* in Europa, che forniscono un'analisi dettagliata del settore e delle sue implicazioni per le banche e i regolatori.
- II. Orientamenti e raccomandazioni: l'EBA ha emesso diverse linee guida e raccomandazioni per promuovere la sicurezza e la stabilità del sistema finanziario nel contesto del *FinTech*. Ad esempio, l'EBA ha pubblicato orientamenti sulla gestione del rischio cibernetico e sulla sicurezza dei dati, nonché raccomandazioni per le autorità nazionali sulla regolamentazione delle piattaforme di crowdfunding.
- III. Valutazione dell'impatto regolamentare: l'EBA ha svolto una valutazione dell'impatto delle nuove tecnologie finanziarie sui requisiti di capitale delle banche, sui rischi operativi e sulla gestione del rischio cibernetico.
- IV. Collaborazione con altre autorità di regolamentazione: l'EBA ha lavorato a stretto contatto con altre autorità di regolamentazione, sia a livello europeo che internazionale, per coordinare le attività di supervisione e regolamentazione del *FinTech*.

Dai documenti pubblicati dall'Autorità Bancaria Europea (EBA) nei confronti del *FinTech* emergono diverse considerazioni e raccomandazioni volte a promuovere la sicurezza e la stabilità del sistema finanziario europeo. Di seguito sono riportati alcuni degli aspetti principali che emergono dai documenti dell'EBA:

- I. Gestione dei rischi cibernetici:<sup>75</sup> l'EBA ha pubblicato una serie di orientamenti e raccomandazioni sulla gestione dei rischi cibernetici nel settore finanziario. Tali documenti forniscono indicazioni sulle migliori pratiche per la prevenzione e la gestione degli attacchi informatici e delle violazioni dei dati.
- II. Regolamentazione delle criptovalute:<sup>76</sup> l'EBA ha fornito orientamenti sulla regolamentazione delle criptovalute, che rappresentano una nuova frontiera del settore finanziario. In particolare, l'EBA ha raccomandato agli Stati membri di definire un quadro normativo per la regolamentazione delle criptovalute e di adottare misure per prevenire il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo attraverso tali strumenti.

---

<sup>75</sup> <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/internal-governance/guidelines-on-ict-and-security-risk-management>

<sup>76</sup> <https://www.eba.europa.eu/eba-reports-on-crypto-assets>

- III. Piattaforme di crowdfunding:<sup>77</sup> l'EBA ha emesso raccomandazioni sulle piattaforme di crowdfunding, che rappresentano una fonte di finanziamento alternativa per le imprese. Tali raccomandazioni riguardano principalmente la protezione degli investitori, la trasparenza delle informazioni e la valutazione dei rischi.
- IV. Open Banking: l'EBA ha fornito orientamenti sulla regolamentazione dell'Open Banking<sup>78</sup>, che rappresenta una nuova forma di collaborazione tra le banche e le *FinTech*. In particolare, l'EBA ha sottolineato la necessità di garantire la sicurezza e la privacy dei dati dei clienti e di promuovere la concorrenza nel settore.

Infine anche la Banca Centrale Europea (BCE) ha pubblicato diverse relazioni e documenti nei confronti del *FinTech*, al fine di valutare l'impatto delle tecnologie finanziarie sull'economia europea e di fornire orientamenti sulle migliori pratiche per la regolamentazione del settore. Tra i documenti pubblicati dalla BCE si possono citare:

- I. Rapporto sul *FinTech*<sup>79</sup>: la BCE ha pubblicato un rapporto sulla "Sfida del *FinTech* per le banche centrali", in cui si analizzano gli impatti del *FinTech* sui servizi finanziari e sulle banche centrali. Nel rapporto vengono esplorati i possibili scenari futuri per il settore, le sfide e le opportunità per le banche centrali e le possibili strategie di regolamentazione.
- II. Orientamenti sulle tecnologie distribuite<sup>80</sup>: la BCE ha pubblicato una serie di orientamenti sulle tecnologie distribuite, tra cui la blockchain. Tali orientamenti forniscono indicazioni sulle migliori pratiche per la regolamentazione delle tecnologie distribuite, al fine di promuovere l'innovazione e la stabilità del sistema finanziario.

---

<sup>77</sup> [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/983359/f6106173-dc94-4d22-ade8-d40fce724580/EBA-Op-2015-03\\_%28EBA Opinion on lending based Crowdfunding%29.pdf?retry=1](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/983359/f6106173-dc94-4d22-ade8-d40fce724580/EBA-Op-2015-03_%28EBA%20Opinion%20on%20lending%20based%20Crowdfunding%29.pdf?retry=1)

<sup>78</sup> L'Open Banking rappresenta una nuova forma di collaborazione tra banche e FinTech e l'EBA ha sottolineato la necessità di garantire la sicurezza e la privacy dei dati dei clienti e di promuovere la concorrenza nel settore.

<sup>79</sup> Banca Centrale Europea. (2018). Fintech: Challenges for Central Banks. Frankfurt am Main: Banca Centrale Europea.

<sup>80</sup> Banca Centrale Europea. (2021). Distributed Ledger Technologies: Impact on Financial Stability, Market Integrity and Governance. Frankfurt am Main: Banca Centrale Europea.

III. Analisi del mercato *FinTech*<sup>81</sup>: la BCE ha pubblicato una serie di analisi del mercato *FinTech*, volte a valutare le tendenze e le opportunità per le imprese del settore. In particolare, le analisi si concentrano sulla digitalizzazione dei servizi finanziari, sull'espansione dell'Open Banking e sulle potenzialità delle tecnologie distribuite.

Dalle pubblicazioni della BCE emerge la consapevolezza dell'importanza del *FinTech* per il futuro del sistema finanziario europeo e la volontà di regolamentare in modo efficace il settore, al fine di promuovere l'innovazione e garantire la stabilità del sistema. Inoltre, la BCE si concentra sulla valutazione dei rischi e delle opportunità che il *FinTech* offre alle banche centrali, fornendo orientamenti e raccomandazioni per una gestione efficace delle sfide del settore.

Infine, la Banca Centrale Europea ha pubblicato le linee guida<sup>82</sup> per la valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria da parte dei soggetti con modelli imprenditoriali *FinTech*, che illustrano il processo per la presentazione dell'istanza, i requisiti di autorizzazione per gli enti creditizi e le considerazioni specifiche per i soggetti con modelli imprenditoriali *FinTech*.

## 2.3 IL FINTECH IN ITALIA

Sulla traccia di quanto verificatosi a livello globale anche in Italia il *FinTech* sta giocando un ruolo sempre più importante sia dal punto di vista regolamentare che economico, rivoluzionando l'industria finanziaria in molti modi.

Dal punto di vista regolamentare, la Banca d'Italia sta lavorando per creare un quadro giuridico stabile e sicuro per il *FinTech*. Nel 2018, l'autorità ha pubblicato un documento di consultazione sulla regolamentazione del crowdfunding<sup>83</sup>, e nel 2019 ha pubblicato una circolare per l'attuazione di una sandbox regolamentare.<sup>84</sup> Il ruolo del *FinTech* in Italia è inoltre evidente anche dal punto di vista economico. Secondo un

---

<sup>81</sup> Banca Centrale Europea. (2021). Analysis of the European Fintech Market. Frankfurt am Main: Banca Centrale Europea.

<sup>82</sup> Banca Centrale Europea. (2021). Guidelines for the Assessment of Fintech Credit Institution Applications. Frankfurt am Main: Banca Centrale Europea.

<sup>83</sup> Banca d'Italia, "Consultazione pubblica sulla regolamentazione del crowdfunding" (2018), consultato il 23 marzo 2023.

<sup>84</sup> Banca d'Italia, "Circolare n.131 del 17 dicembre 2019: Attuazione della sandbox regolamentare di cui all'articolo 32-quater del decreto-legge 24 aprile 2017, n.50, convertito, con modificazioni, dalla legge 21 giugno 2017, n.96" (2019).



rapporto di Accenture del 2020, l'industria del *FinTech* in Italia ha registrato una crescita del 31% nel 2019, superando i 400 milioni di euro di investimenti. Ciò dimostra che gli investitori hanno notato il potenziale del *FinTech* in Italia e stanno investendo in nuove soluzioni finanziarie innovative.

Inoltre esso sta avendo un impatto positivo anche sull'inclusione finanziaria, fornendo accesso ai servizi finanziari a coloro che non hanno mai potuto avere accesso ai servizi bancari tradizionali. In particolare, le soluzioni di pagamento digitali stanno aiutando le persone a trasferire denaro e a effettuare pagamenti senza dover utilizzare un conto bancario tradizionale.

Anche gli sforzi del governo italiano in tale ambito risultano meritevoli di nomina, difatti esso ha avviato diverse iniziative per promuovere l'innovazione nel settore finanziario, come il Piano nazionale Industria 4.0 e il Piano d'azione per la crescita e la competitività delle imprese, che prevedono l'adozione di tecnologie avanzate come l'Internet delle cose, la blockchain e l'intelligenza artificiale.

Nonostante il fenomeno risulti quindi in crescita il numero di aziende costituite e gli investimenti ricevuti risultano comunque essere inferiori rispetto ad altri paesi internazionali come ad esempio Stati Uniti e Regno Unito, dove sono state effettuate importanti operazioni di investimento in start-up innovative e promettenti.

Secondo i dati di *FinTech* Global<sup>85</sup>, nel 2021 le aziende *FinTech* italiane hanno raccolto circa 633 milioni di dollari in investimenti, il che rappresenta un aumento significativo rispetto al 2020. Questi investimenti sono stati principalmente diretti verso le startup attive nel settore dei pagamenti digitali, delle assicurazioni e del prestito P2P. Inoltre, è interessante notare come sempre più investitori stranieri stiano mostrando interesse per il *FinTech* italiano, che è diventato uno dei principali mercati *FinTech* dell'Europa continentale. Secondo i dati del rapporto "Startup Intelligence" di Italia Startup, nel 2020 c'erano oltre 11.000 startup innovative attive in Italia, con una crescita del 25% rispetto all'anno precedente. Si stima che la maggior parte di queste startup innovative sia attiva nei settori della tecnologia, della salute, dell'energia e dell'ambiente, dell'agritech e del fintech.

Tra le imprese *FinTech* di maggiore successo in Italia, possiamo citare MoneyFarm, che è stata oggetto del maggior investimento nel paese, Prestiamoci, Borsa del Credito e Sardex. Inoltre, ci sono anche alcune aziende italiane che hanno raccolto capitali sia

---

<sup>85</sup> Fintech Global è una società di ricerche e analisi specializzata nell'industria FinTech.

in Italia che all'estero, come Satispay, su cui Banca Iccrea ha puntato, e Smartika, che ha raccolto 4,5 milioni di euro dal fondo Hamilton Venture Capital.

In Italia, Milano è la città che offre le migliori opportunità per la creazione e lo sviluppo di start-up *FinTech*, grazie alla presenza di numerosi hub che sostengono l'ecosistema delle start-up innovative e alla concentrazione di investitori e grandi aziende tecnologiche come Google, Cisco, Microsoft e Facebook. Attualmente, non esistono incubatori o acceleratori italiani che offrono servizi esclusivamente dedicati alle realtà *FinTech*; al contrario, si sta osservando la nascita di programmi o sezioni specializzate all'interno di hub generici di start-up e aziende innovative, che mirano a supportare anche le start-up del settore *FinTech*. Tra i principali hub e incubatori di start-up in Italia, emerge Sellalab<sup>86</sup>, l'incubatore di realtà digitali di Banca Sella, che è stato indicato anche da Deloitte come il principale hub *FinTech* italiano. Di recente, la banca ha istituito un processo ben strutturato per favorire lo sviluppo delle start-up *FinTech*, attraverso un percorso di incubazione all'interno di Sellalab e, eventualmente, di accelerazione in Sella Ventures. Sellalab è anche uno dei soggetti promotori del recente polo *FinTech* italiano, il *FinTech* District, che ha sede a Milano. L'obiettivo del *FinTech* District è di offrire alle aziende aderenti, che spaziano dalle start-up alle imprese in fase più avanzata, un ecosistema di riferimento definito e favorire lo sviluppo delle aziende nel settore *FinTech* in Italia. Sono di particolare rilevanza anche le attività avviate da CheBanca, che ha avviato un programma di incubazione e accelerazione per le start-up *FinTech*, in collaborazione con la piattaforma di riferimento a livello globale Medici.

Le banche italiane più attive in ambito *FinTech* sono:

-Intesa Sanpaolo la quale ha creato Neva Finventures, un fondo di corporate venture capital che mira ad investire in ambito *FinTech* su realtà innovative sinergiche con le business unit del Gruppo o con nuovi business model. Tra le aziende partecipate e integrate nell'offerta del gruppo vi è Marketwall, che offre servizi di informazione finanziaria e trading alla clientela di Intesa Sanpaolo.

-Unicredit ha costituito Evo, acronimo di equity venture opportunities, un fondo appositamente pensato per investire su start-up di ambito tecnologico finanziario, in

---

<sup>86</sup> <https://sellalab.com/>

joint venture con Anthemis Group, società di advisory e raccolta di capitale per i servizi finanziari

-Banca Sella che come già menzionato ha creato il proprio incubatore di imprese, chiamato SellaLab, che include un programma di accelerazione di sei mesi chiamato "FinTech Accelerator Program"

-Che Banca ha esteso la sua gamma di servizi includendo il robo-advisory tramite le società Advise Only e Deus Technology, fornendo un servizio automatizzato di consulenza finanziaria ai propri clienti.

Le grandi banche potrebbero utilizzare la cooperazione<sup>87</sup> con start-up innovative come leva per rinnovare l'offerta di servizi e migliorare la relazione con i propri clienti. Le tecnologie su cui le banche italiane sembrano focalizzarsi includono l'analisi dei dati, la sicurezza informatica e la tecnologia blockchain. Collaborando con le società *FinTech*, le banche tradizionali potrebbero esternalizzare parte della ricerca e sviluppo e realizzare la propria strategia, accelerando l'introduzione di nuovi prodotti per la clientela. Il rapporto *FinTech* Global del 2021 sottolinea che anche in Italia le relazioni tra le banche e le startup *FinTech* stanno evolvendo e che sempre più le banche stanno cercando di collaborare con le *FinTech* per offrire servizi innovativi ai propri clienti. Secondo il rapporto, le banche italiane stanno cercando di sviluppare una maggiore collaborazione con le *FinTech*, in particolare nelle aree dei pagamenti digitali, della gestione degli investimenti e del credito. Le banche italiane stanno inoltre cercando di acquisire competenze tecniche e di tecnologia delle *FinTech*, spesso attraverso partnership e investimenti.

Inoltre, il rapporto sottolinea che le banche italiane stanno affrontando una crescente concorrenza dalle *FinTech*, in particolare nei settori dei pagamenti e del credito. Tuttavia, ci sono anche segnali positivi di collaborazione tra banche e *FinTech* in Italia, come l'aumento degli incubatori *FinTech* lanciati dalle banche italiane negli ultimi anni.

---

<sup>87</sup> Osservatorio FinTech del Politecnico di Milano, 2021.

Per quanto riguarda i fondi italiani più attivi abbiamo che oltre la metà di essi sta puntando sul mondo *FinTech*<sup>88</sup>, tra tali fondi ricordiamo:

-United Ventures, un investitore con sede a Milano, che si posiziona al 327° posto in Europa. Di particolare rilievo è l'operazione di investimento realizzata con Cabot Square Capital, società inglese, nei confronti di MoneyFarm, una piattaforma di consulenza finanziaria online. In questa operazione, United Ventures e Cabot Square Capital hanno investito complessivamente 16 milioni di euro.

-P101, una società di Venture Capital<sup>89</sup> con sede a Milano che si classifica al 273° posto nella graduatoria europea. Una delle start-up presenti nel suo portfolio è la FinTech Borsa del Credito, un marketplace-lending italiano dove le PMI italiane possono ricevere prestiti online da aziende e risparmiatori. P101 ha investito un milione di euro in questa realtà.

-La società Innogest Sgr, con sede a Torino, ha effettuato ben 130 investimenti in start-up. Tra le varie realtà in cui ha investito, alcune hanno ottenuto ottimi risultati negli ultimi anni. Tra queste figurano due *FinTech* di spicco nell'ambito italiano: Prestiamoci, una start-up italiana autorizzata dalla Banca d'Italia a operare come finanziaria e gestire una piattaforma online di prestiti tra privati (microcredito), e Sardex, un circuito territoriale di moneta virtuale che facilita lo scambio di beni e servizi tra aziende. Recentemente, il Financial Times ha incluso Sardex tra le mille società europee con la crescita più rapida.

In conclusione si può notare come il mercato delle *FinTech*<sup>90</sup> in Italia sia ancora in una fase di sviluppo, ma si stia muovendo nella giusta direzione. Le banche tradizionali<sup>91</sup> stanno mostrando un interesse crescente verso le opportunità offerte dalle start-up *FinTech* e stanno cercando di creare sinergie attraverso partnership e investimenti. Questo percorso di collaborazione può essere vantaggioso per entrambi i settori e

---

<sup>88</sup> "Fintech, 5 fondi italiani a confronto", Startupitalia, 10 settembre 2018, <https://startupitalia.eu/89873-20180910-fintech-5-fondi-italiani-a-confronto/>

<sup>89</sup> "Le società di Venture Capital italiane più attive nel 2018", BeBeez, 12 dicembre 2018, <https://bebeez.it/2018/12/12/le-societa-di-venture-capital-italiane-piu-attive-nel-2018/>

<sup>90</sup> "I 1000 migliori performer d'Europa secondo il FT", Il Sole 24 Ore, 5 marzo 2018, <https://www.ilssole24ore.com/art/impresa-e-territori/2018-03-05/i-1000-migliori-performer-d-europa-il-ft-090313.shtml>

<sup>91</sup> Banca D'Italia. PSD2 e open banking: nuovi modelli di business e rischi emergenti, Novembre 2021.

potrebbe portare a una maggiore innovazione e miglioramenti nei servizi offerti ai clienti.

Le autorità regolamentari dal canto loro stanno lavorando per creare un quadro giuridico stabile e sicuro per il *FinTech*, e gli investitori stanno investendo in soluzioni finanziarie innovative. Tuttavia, ci sono ancora molte sfide da affrontare per raggiungere i livelli di altri Paesi europei. Siamo di fronte a una nuova era finanziaria e sarà interessante vedere come l'Italia si posizionerà in questo contesto in futuro.

## **CAPITOLO 3: RIFLESSIONI SUL “SE” E SUL “COME” REGOLAMENTARE**

### **3.1 VALUTAZIONI SUL “SE” REGOLAMENTARE**

Le attuali direzioni della società moderna richiedono l’effettuazione di un’attenta analisi sul pubblico intento di governare e controllare le attività finanziarie innovative, concentrandosi su strumenti, procedure e sanzioni che siano efficaci ed efficienti nel guidare questo settore verso la massimizzazione del benessere sociale, preservando i diritti individuali. Difatti l'intervento pubblico è chiamato ad analizzare, comprendere e quindi regolamentare la domanda e l'offerta di beni e servizi che le persone sono disposte a pagare, come ad esempio le criptovalute<sup>92</sup>. L’efficienza, l'utilità, e la propensione al rischio sono fattori<sup>93</sup> utilizzati per descrivere la necessità di promuovere o proibire l'uso delle criptovalute, a seconda della valutazione individuale del loro valore (sia in termini di utilizzo che di conservazione). In effetti, il riferimento all'utilità in un quadro puramente giuridico si riferisce al valore previsto dell'intervento pubblico per un individuo che non è neutrale al rischio. Certamente, l'obiettivo della regolamentazione è proteggere gli individui, tuttavia la propensione al rischio non è un fenomeno coerente o consistente<sup>94</sup> (a seconda del comportamento personale) e le preferenze per il rischio mostrano il contrario. In ogni caso, è chiaro che l'approccio del regolatore dell'UE assume che la maggior parte dei cittadini dell'UE sia avversa al

---

<sup>92</sup> Per ulteriori approfondimenti consultare: Price Manipulation in the Bitcoin Ecosystem. *Journal of Monetary Economics*, 95, 86-96. Gandal, N., Hamrick, J. T., Moore, T., & Oberman, T. (2018).

<sup>93</sup> Bitcoin and Cryptocurrency Technologies: A Comprehensive Introduction. Princeton University Press. Narayanan, A., Bonneau, J., Felten, E., Miller, A., & Goldfeder, S. (2016).

<sup>94</sup> Virtual Currency Schemes – a Further Analysis. Frankfurt am Main: European Central Bank, European Central Bank. (2018).

rischio la maggior parte del tempo<sup>95</sup>, ed è per tale motivo che l'attuale ondata di regolamentazioni introduce limiti e salvaguardie per garantire un livello minimo di sicurezza in questo settore. In generale l'intervento pubblico deve affrontare una vasta gamma di fenomeni di mercato e non, considerando anche l'atteggiamento di un intermediario nell'interconnettere delle persone in surplus con altre in deficit che sono in grado di pagare per un trasferimento temporaneo di denaro, e di conseguenza l'utilità di questa attività oltre a creare un profitto individuale va ad influire direttamente sul contesto economico in generale<sup>96</sup>. Pertanto, l'intervento pubblico non si limita alla difesa del sistema monetario internazionale attuale, ma tende a stabilire un campo di gioco equo per l'applicazione di innovazioni nei pagamenti, nella finanza e nel commercio.

Inoltre, quando si parla di protezione dei diritti individuali e di solidità finanziaria, si punta all'importanza della trasparenza, della stabilità, della solvibilità e della concorrenza. Ciò implica la necessità di adeguare la regolamentazione<sup>97</sup> attuale per supervisionare le nuove tecnologie e fornire un quadro legale chiaro, al fine di migliorare l'affidabilità operativa digitale e gestire adeguatamente i rischi digitali nel settore dei servizi finanziari.

Come abbiamo notato fino ad oggi, a livello internazionale non è ancora stato stabilito un quadro normativo globale e condiviso per il settore *FinTech*. Le autorità di vigilanza nazionali e sovranazionali hanno contribuito nel fornire importanti contributi di analisi per evidenziare i rischi<sup>98</sup> derivanti dallo sviluppo di nuovi operatori non regolamentati, ma le soluzioni normative adottate a livello di singoli ordinamenti sono risultate poco efficaci, tenendo anche in considerazione i limiti imposti dal quadro regolamentare vigente e dall'operatività cross-border delle *FinTech*.

La tendenza attuale ha preferito fino ad ora considerare solo i benefici che il *FinTech* può apportare, come l'inclusione finanziaria, la diversificazione dei canali di finanziamento e la pressione concorrenziale sui vecchi operatori. Tuttavia, molti nuovi

---

<sup>95</sup> Mastering Bitcoin: Unlocking Digital Cryptocurrencies. O'Reilly Media, Inc. Antonopoulos, A. M. (2014).

<sup>96</sup> The Curse of Cash. Princeton University Press. Rogoff, K. (2016).

<sup>97</sup> The state of FinTech: a review of the literature and proposed research agenda. Financial Markets Group Paper, (2016-70). Goodhart, C. (2016).

<sup>98</sup> Report on the Prudential Risks and Opportunities Arising for Institutions from FinTech. EBA Report, 27th February 2018. European Banking Authority. (2018).

operatori, mercati e strumenti finanziari non sono ancora regolamentati e si ritiene che ciò possa generare dei seri rischi per il sistema finanziario.<sup>99</sup>

In linea di principio difatti è possibile affermare che il *FinTech* dovrebbe essere regolamentato data la natura finanziaria dei suoi operatori. Le *FinTech* e le TechFin, poiché offrono servizi finanziari e sviluppano circuiti finanziari, possono essere considerati intermediari finanziari, e di conseguenza dovrebbero essere sottoposti alle stesse regole di vigilanza del settore finanziario. Se così non fosse, bisognerebbe riflettere sui motivi che giustificano l'assoggettamento a regole di vigilanza degli intermediari finanziari e dei mercati finanziari, che sono paragonabili alle *FinTech*.

È importante notare inoltre che le motivazioni per la regolamentazione del settore finanziario<sup>100</sup> prescindono dalle dimensioni degli intermediari finanziari, poiché il sistema mira a garantire una condizione di level playing field basata sul principio di parità di regole di vigilanza e di rischi, nel rispetto del principio di proporzionalità. Ciò che suscita riflessioni sono le motivazioni spesso presentate in diverse sedi, riguardo alla possibilità di non sottoporre il settore del *FinTech* a una regolamentazione, o di imporre norme meno stringenti e severe rispetto a quelle applicate agli intermediari finanziari e ai mercati regolamentati. Tali motivazioni riguardano principalmente la necessità di non imporre normative restrittive alle startup e alle piccole imprese, poiché potrebbero limitare la loro capacità di sviluppo e di innovazione, riducendo la concorrenza all'interno del sistema finanziario. Inoltre, queste motivazioni sono supportate dalla constatazione che le crisi<sup>101</sup> registrate fino ad ora hanno interessato solo imprese di dimensioni contenute, e che difatti non rappresentano un rischio sistemico.

Tuttavia, non si può considerare la dimensione come criterio discriminatorio per la regolamentazione del settore *FinTech*. È vero che in una fase iniziale di sviluppo, le startup possono avere dimensioni e quote di mercato marginali, e ciò richiede un approfondimento delle loro caratteristiche operative e dei rischi che possono presentare. Ma ci sono almeno due aspetti da considerare in questo senso. In primo

---

<sup>99</sup> Fintech and Regtech: Enabling Innovation While Preserving Financial Stability. Innovation in Financial Markets and Institutions (pp. 251-271). Springer, Cham. Brigo, D., Casarini, N., & Germano, G. (2019).

<sup>100</sup> Per un ulteriore approfondimento consultare: Regulatory challenges for fintech and financial stability. Journal of Risk and Financial Management, 13(6), 124. Akhtar, M. F., Ali, K., Akhtar, W., & Raza, S. A. (2020).

<sup>101</sup> The regulatory responses to the global financial crisis: Some uncomfortable questions. IMF Economic Review, 62(4), 610- 638. Claessens, S., & Kodres, L. E. (2014).

luogo, non tutte le imprese del settore *FinTech* sono startup e alcune di esse possono raggiungere posizioni dominanti di mercato. Inoltre, l'applicazione di criteri differenziati di accesso e di proporzionalità nella regolamentazione degli intermediari finanziari, già utilizzati per gli IFV, consente di riconoscere la diversità dei modelli operativi degli intermediari e di "graduare" l'intensità della regolamentazione.

Pertanto, non è giustificabile l'assenza di regolamentazione o la previsione di norme meno severe per le imprese del settore *FinTech*<sup>102</sup>, sulla base delle loro dimensioni. Ciò comporterebbe difatti una disparità di trattamento nei confronti degli intermediari finanziari e dei mercati regolamentati, in particolare quelli di minori dimensioni e quelli che utilizzano (o utilizzeranno in futuro) soluzioni tecnologiche.

Notiamo inoltre che sarebbe opportuno esaminare la possibilità di snellire la normativa vigente nel settore finanziario per le piccole e innovative aziende, al fine di favorire la pluralità di operatori finanziari di piccole dimensioni, siano essi IFV o *FinTech*, oppure di applicare il principio di proporzionalità in modo più efficace.

Per quanto riguarda invece la scarsa rilevanza degli effetti sistemici derivanti dalle crisi<sup>103</sup> delle imprese *FinTech*, è importante fare alcune considerazioni. Sebbene siano stati condotti pochi studi specifici sulle crisi delle imprese *FinTech* e sui loro effetti sistemici, esistono alcune aree critiche in cui potrebbero verificarsi crisi con effetti sistemici.

Difatti, l'uso delle tecnologie finanziarie potrebbe condurre alla creazione di un sistema finanziario "parallelo", sfuggente ai controlli e favorire di conseguenza il finanziamento di attività illecite o frodi. Questo potrebbe generare instabilità nel sistema finanziario e minare la fiducia della clientela, compromettendo il sistema dei pagamenti o il funzionamento dei mercati.

---

<sup>102</sup> Yermack, D. Corporate governance and blockchains. *Review of Finance*, 21(1), 7-31. (2017).

<sup>103</sup> Sul tema delle crisi Boot (2016) evidenzia “*Also from a financial stability point of view, the fintech revolution is challenging. We just do not know what the future structure of the industry will look like*” e richiama le posizioni espresse da due Autorità di vigilanza sul tema: “*The Bank of England has formulated the question whether (...) the distress of failure of a technology-enabled alternative finance provider have implications for financial stability*” (Bank of England, 2015). *The Dutch central Central Bank has identified not just risks in the (new) fintech type operations and players, but also stability risks coming from existing institutions that could lose out in the technology race* (DNB, 2016)”.



Inoltre, questi fenomeni potrebbero vanificare gli sforzi profusi per assicurare il corretto funzionamento del sistema finanziario regolamentato e produrre effetti negativi sullo sviluppo dei sistemi economici. Va ricordato anche che la revisione della regolamentazione e dei controlli sui mercati e sugli intermediari finanziari vigilati<sup>104</sup> degli ultimi anni è stata determinata dalle evidenze emerse dalla crisi finanziaria<sup>105</sup> del 2008 e dagli effetti della recessione globale che ne è seguita, che hanno prodotto degli effetti devastanti sugli investitori e sui sistemi economici a livello mondiale.

E' importante inoltre considerare che le crisi globali del nuovo millennio hanno potenzialmente minato la fiducia dei cittadini nella valuta nazionale. Per coloro che possiedono denaro privato, la conformità alle politiche monetarie sovrane dovrebbe essere sinonimo di mantenimento dell'ordine esistente e non della creazione di crisi causate dall'incapacità di esercitare correttamente i poteri monetari. Tuttavia, la mancanza di fiducia nel governo nel preservare i valori e nel superare i limiti dell'autorità sovrana ha portato a una dialettica negativa che mira ad allontanare il mercato dai rigidi schemi del sistema, consentendo a certi operatori di accettare pagamenti in asset diversi dal denaro sovrano<sup>106</sup>, utilizzando strumenti alimentati dalla tecnologia.

Questo dovrebbe spingere con maggior determinazione verso la creazione di una nuova cornice normativa, considerando lo sviluppo di un sistema finanziario globale e interconnesso, nel quale ad oggi gli operatori *FinTech* operano in gran parte senza regolamentazione. Pertanto, anche se si dovesse ignorare la disuguaglianza nella regolamentazione rispetto agli intermediari finanziari tradizionali, è importante ritenere che la natura finanziaria degli operatori *FinTech* richieda il loro controllo attraverso regole di vigilanza, sia nelle situazioni di normale gestione che in quelle di crisi.

---

<sup>104</sup> Allen, F., & Gale, D. Monetary policy and financial stability: Evidence from the euro area. *International Journal of Central Banking*, 13(1), 33-68. (2017).

<sup>105</sup> Mishkin, F. S. Over the cliff: From the subprime to the global financial crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 49-70. (2011).

<sup>106</sup> Stiglitz, J. E. *The euro: How a common currency threatens the future of Europe*. New York: WW Norton & Company. (2016).

Le politiche<sup>107</sup> quindi dovrebbero permettere al settore finanziario di beneficiare delle innovazioni tecnologiche, ma al tempo stesso garantire la sicurezza<sup>108</sup> del mercato per gli investitori. La protezione dei clienti dovrebbe essere una priorità anche per le *FinTech*, in quanto è essenziale per garantire un alto livello di fiducia nell'industria finanziaria e favorire lo sviluppo dei mercati e delle attività finanziarie.

### **3.2 VALUTAZIONI SUL “COME” REGOLAMENTARE**

È opportuno esplorare nuovi approcci alla (dis)intermediazione, che non riguardino solo l'elusione della supervisione prudenziale, ma che favoriscano la creazione di un equilibrio in grado di sostenere la crescita, la stabilità e la ricchezza del mercato finanziario, salvaguardando i diritti individuali e il benessere comune. In tal senso, i regolatori hanno un ruolo fondamentale nel garantire l'efficacia degli standard di protezione dei diritti individuali nell'uso di strumenti ad alta tecnologia, che comportano rischi associati alle "catene di cloud" e alla "cooperazione tra fornitori".

L'applicazione di soluzioni fintech da parte di organizzazioni decentralizzate può migliorare il processo decisionale razionale e la gestione sicura, ma è importante valutare la scala economica dell'impiego di tali tecnologie, considerando l'impatto sulle transazioni di domanda e offerta. Inoltre, è necessario stabilire nuovi standard regolamentari per le aziende coinvolte nell'uso della crittografia, delle applicazioni blockchain e dei registri distribuiti nel mercato dei capitali, al fine di garantire l'accuratezza, l'efficienza e la sicurezza dei processi di pagamento.

È importante notare inoltre che l'innovazione finanziaria è ancora considerata una questione separata in Europa, come confermato dalla "Fintech Roadmap"<sup>109</sup> pubblicata dall'EBA nel marzo 2018. Tuttavia, i regolatori devono stare al passo con lo sviluppo dell'industria degli sviluppatori di software e dei produttori di dispositivi, per evitare di ritardare la loro supervisione sulla nuova industria. Nonostante ciò, il ruolo dei

---

<sup>107</sup> Per ulteriori approfondimenti consultare: G20/OECD. (2016). G20 high-level principles on financial consumer protection. Paris: OECD Publishing.

<sup>108</sup> Griggs, S. Fintech, regulatory arbitrage, and the rise of shadow banking. *California Law Review*, 107(3), 557-608. (2019).

<sup>109</sup> <https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-its-roadmap-on-fintech>

supervisor è ancora limitato alla struttura organizzativa e al programma aziendale, e potrebbero non essere in grado di controllare il lavoro che sta dietro alla strutturazione di strumenti innovativi.

Difatti secondo un'indagine effettuata dall'EBA sull'analisi dello stato di regolamentazione dei modelli di business innovativi e dei relativi meccanismi di distribuzione, i regolatori nazionali attuali non sarebbero in grado di considerare le attività e i servizi ad alta tecnologia in modo adeguato. I supervisor globali difatti sono ancora coinvolti solo in un monitoraggio limitato del *FinTech*<sup>110</sup> poiché l'analisi di quest'ultimo dimostra chiaramente che il sistema finanziario è ben più ampio dei mercati che vengono supervisionati. È quindi importante supervisionare programmatori e codificatori come professionisti capaci di supportare l'esecuzione delle attività core riservate. Questo poiché aiuta a riconoscere e a prendere atto della nascita di una nuova industria le cui innovazioni radicali sfidano la capacità delle attuali autorità di regolamentazione.

In particolare, nell'attuale contesto, le imprese *FinTech*<sup>111</sup> offrono soluzioni capaci di migliorare l'efficienza e la qualità delle transazioni monetarie. Ed è evidente che le banche centrali possono sfruttare le ultime innovazioni per migliorare il funzionamento della propria valuta sovrana, al fine di adattarsi alle esigenze di un'economia che si basa sia su un ambiente naturale che digitale.

Questo rappresenta un'opportunità<sup>112</sup> per il settore pubblico di stimolare la crescita economica.

Nell'ambito dello sviluppo della digitalizzazione finanziaria e al rapporto che tale fenomeno ha con le banche, è utile evidenziare le interessanti conclusioni del Comitato di Basilea (BIS-BCBS) riguardo ai possibili scenari futuri che potrebbero manifestarsi. Difatti il Comitato identifica cinque scenari<sup>113</sup> distinti basati sul diverso grado di disintermediazione del tradizionale sistema finanziario, il quale potrebbe essere influenzato dallo sviluppo delle *FinTech*.

---

<sup>110</sup> H. T. Fintech and regulatory challenges. Annual Review of Financial Economics, 11, 507-528. Hu, (2019).

<sup>111</sup> Redrawing the lines: FinTech's growing influence on financial services. London: PWC. (2017).

<sup>112</sup> Innovative financing for development. Washington, DC: World Bank. World Bank. (2018).

<sup>113</sup> [“Sound practices: implications of fintech developments for banks and bank supervisors”](#) (2018), Comitato di Basilea.

Un primo scenario prevede la riaffermazione della posizione dominante delle banche<sup>114</sup>, a condizione che queste siano in grado di sfruttare un nuovo modello di business in grado di affrontare le sfide dell'innovazione tecnologica e migliorare la relazione con i clienti, tornando a essere i principali fornitori di prodotti e servizi finanziari.

All'opposto, si prevede uno scenario in cui le *FinTech*<sup>115</sup> e le Bigtech disintermedieranno completamente le banche, diventando gli unici fornitori di servizi finanziari e svolgendo il ruolo di semplici intermediari.

Vengono poi descritti tre scenari intermedi, caratterizzati da un ruolo diverso degli attuali leader di mercato e dei nuovi entranti, così come una gamma diversificata di offerte e di interfaccia per il cliente.

Le diverse formulazioni riflettono l'interrogativo se ci sia ancora bisogno di una funzione di intermediazione basata sulla fiducia, che giustifichi l'intervento di un intermediario finanziario per la realizzazione delle transazioni, o se invece i marketplace e le tecnologie siano sufficienti per un matching diretto tra clienti per soddisfare le loro esigenze finanziarie.

Secondo il Comitato di Basilea<sup>116</sup>, al momento sembra poco probabile un completo spiazzamento degli incumbent, ma non è da sottovalutare alla luce della forte concorrenza del *FinTech*. Tuttavia, è probabile che si verifichino combinazioni di scenari intermedi. Questa analisi solleva la necessità di un rinnovamento non solo tecnologico degli incumbent, ma anche di una riflessione sugli effetti che possono derivare dalla mancanza di intermediari finanziari preposti alla gestione delle risorse e dei rischi. Ciò potrebbe influenzare l'allocazione corretta delle risorse finanziarie e la crescita economica.

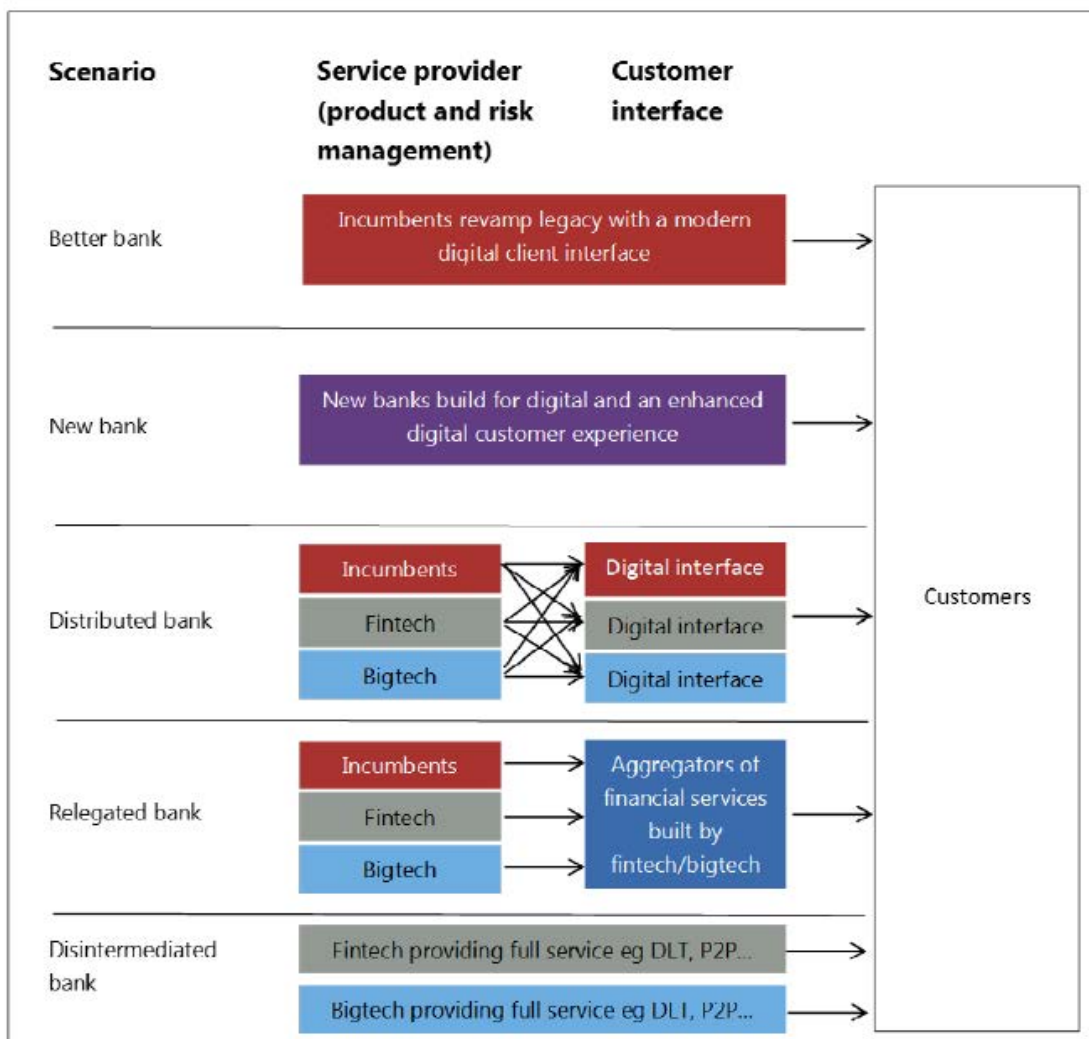
Inoltre, la problematica relativa all'efficace risposta alle esigenze finanziarie della clientela evidenzia la necessità di ridefinire l'industria finanziaria in base ai principi di tutela del risparmio e della clientela, che sono alla base delle regole di comportamento tradizionalmente richieste agli intermediari finanziari.

---

<sup>114</sup> Ferrando, A., & Mulier, K. (2019). The impact of FinTech on banking: A regulatory perspective. *Journal of Banking Regulation*, 20(1), 28-39.

<sup>115</sup> "FinTech and Financial Services: Initial Considerations" (International Monetary Fund, 2017)

<sup>116</sup> Il comitato di Basilea è un'organizzazione internazionale istituita dai governatori delle Banche centrali dei dieci paesi più industrializzati (G10) alla fine del 1974, che opera sotto il patrocinio della Banca dei Regolamenti Internazionali. Esso si occupa di promuovere la stabilità finanziaria a livello globale.



Colour code: red indicates incumbent banks; purple new players; grey specialised fintech companies; and blue bigtech companies.  
 Source: BCBS illustration of scenarios based on the BankNXT study *The future of banking: four scenarios*, October 2015, [banknxt.com/53478/future-banking-scenarios/](http://banknxt.com/53478/future-banking-scenarios/).

Considerando le prime riflessioni fatte, è necessario concentrarsi ora sul “come” regolamentare effettivamente il *FinTech*<sup>117</sup>. Difatti uno dei punti chiave che è emerso con lo sviluppo del *FinTech*<sup>118</sup> è la necessità di definire un quadro normativo basato su un principio di "neutralità". Questo principio, adottato dal Parlamento Europeo, prevede che tutti gli operatori siano soggetti alle stesse regole e che i clienti siano protetti allo stesso modo, indipendentemente dal fatto che utilizzino strumenti informatici o digitali per svolgere le loro attività finanziarie.

<sup>117</sup> Per ulteriori approfondimenti consultare: Ferrarini, G., & Ungureanu, M. (2016). Fintech in Europe: revolution or evolution?. *European Business Organization Law Review*, 17(3), 365-399.

<sup>118</sup> Aglietta, M., & Espagne, É. (2016). Regulating fintech: A delicate balance between promoting innovation, financial stability and consumer protection. *Financial Stability Review*, 20, 175-185.

Tuttavia, l'applicazione di questo principio non è facile da realizzare attraverso una mera estensione delle attuali regole finanziarie alle attività delle *FinTech*. Inoltre, questo approccio non è sufficiente per regolare le complesse dinamiche e i rischi (anche sistemici) associati al fenomeno, data la natura particolare di alcune delle sue innovazioni operative.

In particolare, l'attuale struttura di controllo e vigilanza è basata principalmente sull'approccio "entity-based", che si è consolidato attraverso un quadro normativo che definisce le categorie di intermediari e di mercati finanziari, affidati alle diverse Autorità di vigilanza. Questo approccio si dimostra poco flessibile, poiché non permette di includere tutti i nuovi attori nel sistema di regolamentazione esistente e non è in grado di coprire l'ampia gamma di servizi innovativi offerti dalle *FinTech*. Di conseguenza, alcune attività *FinTech* potrebbero essere simili a quelle svolte dagli intermediari finanziari tradizionali, ma non sarebbero soggette a controlli da parte delle autorità di vigilanza, a meno che non vengano specificamente individuate e regolamentate, con l'indicazione dell'Autorità competente.

Un'analisi delle specificità operative delle *FinTech* suggerisce che un approccio regolamentare basato sull'attività potrebbe essere più vantaggioso ed efficace. Questo tipo di approccio sarebbe in grado di applicare regole neutre rispetto alla tecnologia utilizzata e al tipo di operatore e di disciplinare le diverse attività, anche in base alle innovazioni di prodotto e di processo che si verificano nel tempo (Banca d'Italia, 2017)<sup>119</sup>.

La Commissione Europea ha affermato a settembre 2017, nel documento di sintesi sulla consultazione sul *FinTech*, che è necessaria una revisione del quadro normativo ispirato al principio di proporzionalità, in grado di cogliere le specificità delle *FinTech* e di regolamentare in modo uniforme le attività svolte da diversi operatori finanziari a parità di rischi. Inoltre, questo nuovo quadro normativo dovrebbe attribuire poteri di intervento alle autorità di vigilanza coerenti con questa nuova architettura, consentendo loro di estendere i controlli sulla molteplicità di problematiche poste dall'applicazione della tecnologia alle attività finanziarie (European Commission, 2017b)<sup>120</sup>.

---

<sup>119</sup> Banca d'Italia. (2017). *FinTech e sistema finanziario: sfide e opportunità per l'Italia*. Relazione annuale 2017. Roma, Italia.

<sup>120</sup> Commissione Europea. (2017). *Documento di sintesi sulla consultazione sul FinTech*. Bruxelles, Belgio.

Un ulteriore aspetto importante da considerare per una revisione efficace della normativa è la constatazione che le innovazioni tecnologiche consentono alle *FinTech* di operare "cross-border". Finora, in assenza di norme specifiche per il *FinTech*<sup>121</sup>, sono state adottate scelte disomogenee a livello di singoli ordinamenti per singole attività riconducibili al fenomeno (come il lending crowdfunding, l'equity crowdfunding, ecc.). Questo ha consentito e consente agli operatori di effettuare arbitraggi regolamentari e rende particolarmente complessa la gestione delle problematiche riguardanti gli operatori "globali" che si avvalgono di canali di distribuzione telematici.

Di conseguenza, le scelte adottate a livello di singoli ordinamenti potrebbero rivelarsi inefficaci poiché facilmente superabili attraverso arbitraggi regolamentari, che portano le *FinTech* a stabilire la loro sede legale e a concludere accordi di partnership e distribuzione in ordinamenti più "flessibili" o "favorevoli". Inoltre, negli ordinamenti più severi, potrebbe non essere possibile proteggere l'industria finanziaria tradizionale dal fenomeno della disintermediazione o tutelare maggiormente la clientela dai rischi associati ai servizi finanziari offerti dalle *FinTech*. Difatti l'utilizzo dei canali digitali consente alla clientela di superare i confini nazionali, e le permette di rivolgendosi a *FinTech* regolate da ordinamenti esteri che prevedono norme di trasparenza e correttezza nei confronti della clientela meno puntuali ed efficaci.

L'attuale tendenza sta quindi delineando una necessità sempre maggiore di coordinamento internazionale che preceda la definizione di regole di vigilanza per il sistema finanziario, in particolare per questo tipo di fenomeno.

La normativa attuale deve essere rivista e riformata anche in ambiti normativi come sui concetti della privacy e della fiscalità, poiché le scelte territoriali per l'insediamento e lo sviluppo delle attività del *FinTech*<sup>122</sup> possono essere influenzate da queste norme. L'attuale disomogeneità normativa può causare problemi di confronto competitivo tra i vari *FinTech* e anche tra questi e gli intermediari finanziari vigilati.

È importante difatti che la competizione tra *FinTech*<sup>123</sup> e intermediari finanziari vigilati avvenga su basi paritarie. Altrimenti, il disallineamento delle condizioni e degli

---

<sup>121</sup> Casaburi, G., & Di Noia, C. (2021). Fintech and Regulation: The Italian Framework. In *Fintech and Regulation* (pp. 13-33). Springer, Cham.

<sup>122</sup> Claessens, S., & Kodres, L. (2019). The regulatory challenges for fintech. *Journal of Financial Perspectives*, 7(2), 1-11.

<sup>123</sup> European Banking Authority. (2017). Report on regulatory sandboxes and innovation hubs. EBA Report.

oneri previsti per le diverse attività svolte potrebbe generare effetti negativi e favorire dinamiche competitive aggressive e fenomeni imitativi. Inoltre, potrebbe verificarsi un fenomeno di disintermediazione a danno degli intermediari finanziari vigilati, con conseguenti casi di crisi e un aumento del rischio all'interno del sistema finanziario.

Il coordinamento normativo internazionale potrebbe inoltre ridurre gli spazi di arbitraggio regolamentare<sup>124</sup> e garantire un confronto equo<sup>125</sup>. In questo modo, sarebbero evidenti gli operatori più capaci di perseguire condizioni di efficienza operativa, nel rispetto di condizioni di sana e prudente gestione e correttezza di comportamento.

È importante notare inoltre che uniformità normativa non equivale ad un eccesso di regolamentazione. Pertanto, una nuova cornice legislativa efficace deve essere in grado di cogliere le innovazioni introdotte dal *FinTech* nel sistema finanziario, di regolare in modo omogeneo<sup>126</sup> la pluralità degli operatori finanziari e di prevedere applicazioni graduali in base al grado di esposizione ai rischi. Questa necessità sottolinea l'importanza del principio di proporzionalità per evitare oneri eccessivi di conformità per gli operatori più piccoli<sup>127</sup>, siano essi *FinTech* o intermediari finanziari innovativi.

Questa impostazione della nuova architettura regolamentare è considerata in grado di bilanciare gli interessi tra l'innovazione e la tutela della clientela. Questo equilibrio è la priorità della regolamentazione per garantire la tutela del risparmio e la corretta allocazione delle risorse.

---

<sup>124</sup> Si veda in tal senso la Banca D'Italia (2017a), che sottolinea “Gli arbitraggi normativi vanno evitati, garantendo parità di condizioni tra paesi (...) Va altresì garantita la parità di condizioni tra operatori tradizionali e nuovi operatori, per stimolare una concorrenza sana, basata sul principio secondo cui a rischi uguali si applicano norme e controlli anch'essi uguali. (...) Il quadro regolamentare dovrebbe essere neutrale rispetto al fattore tecnologico. Si pone l'esigenza di applicare attentamente il principio di proporzionalità, per evitare oneri eccessivi a carico degli operatori di minori dimensioni. La tutela della clientela va posta in primo piano, per assicurare la fiducia nel sistema finanziario. Sono essenziali trasparenza e informazione, al fine di consentire scelte consapevoli da parte dei clienti”.

<sup>125</sup> Arner, D., Barberis, J., & Buckley, R. (2016). FinTech, RegTech, and the Reconceptualization of Financial Regulation. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 37(3), 371-413.

<sup>126</sup> European Commission. (2018). *FinTech Action Plan: For a More Competitive and Innovative European Financial Sector*.

<sup>127</sup> Fatás, E., & Mihov, I. (2019). The Future of FinTech: Integrating Finance and Technology in Financial Services. *Journal of Banking & Finance*, 98, 4-8.



Si noti anche come ai numerosi benefici generati dalle *FinTech*<sup>128</sup> (come ad esempio: inclusione finanziaria, prezzi più contenuti e maggiore trasparenza informativa..), corrispondano altrettanti costi.

Infatti, i circuiti di intermediazione diretta creati dalle *FinTech* possono essere opachi o significativamente rischiosi<sup>129</sup>. Il rischio delle transazioni finanziarie ricade sul cliente, ma la *FinTech* svolge attività che influenzano le scelte di finanziamento/investimento senza rispettare regole di trasparenza e correttezza nei confronti della clientela. Le tutele garantite ai clienti delle *FinTech* sono significativamente inferiori a quelle previste per gli IFV. Inoltre, la difesa della reputazione non è un incentivo sufficiente per garantire che le *FinTech* siano disposte a sostenere i costi necessari per gestire i rischi.

Questa situazione evidenzia l'urgenza di una regolamentazione omogenea a livello sovranazionale, specie in considerazione della velocità ed intensità con cui il fenomeno sta evolvendo e del rischio di ulteriori episodi di crisi. Questi eventi potrebbero minare ulteriormente la fiducia della clientela nel sistema finanziario e nei sistemi di controllo e danneggiare la crescita economica.

Per questo motivo, le iniziative avviate a livello europeo sono benvenute e potrebbero costituire un importante tassello della regolamentazione internazionale per soddisfare le esigenze degli operatori e delle autorità di vigilanza a livello comunitario.

Nell'ambito degli sforzi dell'Unione Europea per rafforzare l'integrazione finanziaria e l'Unione dei mercati dei capitali, la Comunicazione annunciata dalla Commissione Europea per il primo trimestre del 2018 è stata attesa con grande interesse. Tale comunicazione è seguita alla consultazione sul *FinTech* del 2017 e ha avuto lo scopo di delineare le iniziative da adottare per affrontare le sfide poste dallo sviluppo del *FinTech* e creare un mercato integrato dei servizi finanziari digitali.

La Comunicazione, pubblicata a marzo 2018, ha individuato una serie di azioni che dimostrano un processo collaborativo a livello europeo. Queste azioni non solo definiscono linee di regolamentazione, ma sviluppano anche iniziative per supportare

---

<sup>128</sup> G20. (2018). G20 High-Level Principles on Digital Financial Inclusion for Youth, Women, and SMEs. Retrieved from <https://www.g20.org/en/media/Documents/G20%20High-level%20Principles%20on%20Digital%20Financial%20Inclusion%20for%20Youth%20Women%20and%20SMEs.pdf>

<sup>129</sup> International Monetary Fund. (2017). Fintech and Financial Services: Initial Considerations. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2017/06/20/Fintech-and-Financial-Services-Initial-Considerations-45098>

la crescita delle potenzialità delle applicazioni digitali nel settore finanziario<sup>130</sup>. Tra queste iniziative ci sono un laboratorio UE sulle tecnologie finanziarie, un osservatorio e forum sulla blockchain, una consultazione sulla digitalizzazione delle informazioni pubblicate dalle società quotate europee, seminari sulla cyber-security e un programma con le migliori prassi sugli spazi di sperimentazione normativa.

Il primo atto del piano è stato costituito dalla proposta di regolamentazione dei provider di servizi di crowdfunding. Questa proposta prevede l'iscrizione in un registro per le piattaforme che desiderano operare in Unione Europea, la fornitura di informazioni chiave sull'investimento e la valutazione dell'appropriatezza per il cliente, oltre che una specifica disciplina per la gestione dei conflitti di interesse e le politiche commerciali. Inoltre, le piattaforme sono soggette alla supervisione dell'ESMA.

È importante notare che la Commissione Europea sta adottando ulteriori misure regolamentari per affrontare lo sviluppo digitale delle attività finanziarie. Ad esempio attraverso la regolamentazione della fiscalità sui profitti generati dalle multinazionali utilizzando l'economia digitale e una proposta legislativa per un quadro europeo su crowd and peer to peer finance.

In generale, si spera che queste iniziative a livello europeo possano trovare condivisione ed ulteriore crescita, in una logica di collaborazione internazionale.

In attesa delle azioni previste a livello legislativo nell'ambito europeo e internazionale, le Autorità di vigilanza stanno lavorando in diverse direzioni.

In particolare, per quanto riguarda l'Italia, vanno notate le attività di controllo svolte a livello nazionale e le relative modalità di intervento per gestire le sfide emerse dall'evoluzione del *FinTech*, sempre nell'ambito delle leggi vigenti. Inoltre, le Autorità stanno impegnandosi per contribuire alla discussione sul *FinTech*<sup>131</sup>, sia a livello nazionale (anche attraverso audizioni alla Camera dei Deputati), sia a livello europeo e internazionale.

Ci sono numerose altre iniziative in corso promosse dalle singole Autorità, come l'istituzione di tavoli di riflessione su questioni specifiche e l'avvio di nuove forme di dialogo con gli studiosi e gli operatori *FinTech*<sup>132</sup>.

---

<sup>130</sup> Haldane, A. G. (2019). The world turned upside down: financial intermediation in a digital world. Speech given at the London School of Economics, London, UK.

<sup>131</sup> PWC. (2018). *FinTech: From threat to opportunity*. Global FinTech Report 2018.

<sup>132</sup> Schüffel, P. (2019). *Regulation of FinTech in Europe: Legal and Economic Perspectives*. Routledge.

Le Autorità di vigilanza italiane stanno anche valutando la possibilità di avviare forme più strutturate di dialogo con gli operatori *FinTech*, seguendo esempi già testati all'estero e suggeriti dalle istituzioni sovranazionali e comunitarie. Queste modalità, che includono regulatory sandbox, innovation hub e incubators, permettono di confrontarsi con gli operatori per uno scambio di conoscenze e per guidare lo sviluppo del *FinTech* in linea con il quadro normativo.

Per quanto riguarda le posizioni espresse dalle autorità di vigilanza italiane, la CONSOB ha dichiarato che, in attesa di una regolamentazione armonizzata a livello europeo, sarebbe preferibile una regolamentazione meno invasiva per le startup *FinTech* (CONSOB, 2017d). Pertanto, sarebbe opportuno permettere l'applicazione graduale di norme specifiche sotto il controllo della vigilanza, aumentando la stringenza man mano che queste realtà crescono. A tal fine, la CONSOB ha anche avviato il potenziamento del proprio organico per includere profili con competenze digitali specifiche.

E' importante notare anche che in Italia è stato avviato un progetto di sandbox nel settore assicurativo grazie alla collaborazione tra l'Autorità di vigilanza (IVASS) e l'associazione di settore (ANIA). Secondo ANIA<sup>133</sup> (2017), l'obiettivo del progetto è di promuovere l'innovazione finanziaria, garantendo che il quadro regolamentare esistente sia "digital-friendly", ovvero tecnologicamente neutrale e sufficientemente flessibile per adattarsi facilmente all'era digitale. Questo dovrebbe permettere l'accesso alle startup attive nell'InsurTech senza creare barriere, ma piuttosto fornendo strumenti a supporto dell'innovazione a beneficio dei consumatori. Tali strumenti dovrebbero essere disponibili sia per le InsurTech che per le compagnie assicurative tradizionali che sviluppano prodotti e servizi innovativi.

Inoltre, la Banca d'Italia ha costituito un innovation hub e ha lanciato il *FinTech Channel*<sup>134</sup> sul proprio sito web. Questo canale consente agli operatori di seguire gli aggiornamenti sul tema e di dialogare con l'autorità, ponendo anche domande. Secondo la Banca d'Italia (2017a), questo strumento è il più adeguato per favorire il dialogo con gli operatori *FinTech* e dare impulso al sistema finanziario, senza comprometterne la sicurezza e la stabilità e nell'ottica della tutela della clientela. La Banca d'Italia ritiene

---

<sup>133</sup> ANIA (2017), "Insurtech, Open Innovation e Sandbox in Italia: lo stato dell'arte e le proposte di ANIA", ANIA.

<sup>134</sup> (<https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercati/fintech/index.html>)

che questo approccio possa essere utile sia per le autorità che per gli operatori, fornendo indicazioni sulle questioni di compliance e interpretazione delle norme e proponendo modifiche al quadro regolamentare.

La Banca d'Italia<sup>135</sup> (2017a) ha anche sottolineato l'importanza di un intervento legislativo per disciplinare queste forme di interazione e supporto del *FinTech*, al fine di garantire un dialogo chiaro e preciso con gli operatori, anche per i servizi non regolamentati. Dal canto suo invece la Commissione Europea<sup>136</sup> (2017) aveva già annunciato l'intenzione di fornire indicazioni specifiche sui "strumenti e dispositivi nazionali di innovazione tecnologica, come i poli di innovazione o i perimetri di sperimentazione predisposti dalle autorità di vigilanza nazionali". Successivamente, la Comunicazione della Commissione Europea<sup>137</sup> (2018b) ha fornito indicazioni specifiche per definire un programma con le migliori prassi sugli spazi di sperimentazione normativa, sulla base degli orientamenti forniti dalle autorità europee di vigilanza.<sup>138</sup>

### **3.3 FINTECH IN EUROPA: LE NUOVE PROPOSTE DI REGOLAMENTAZIONE**

La digitalizzazione della finanza sta presentando nuove sfide per i responsabili delle politiche, i quali sono chiamati a decidere se e come indirizzare il flusso di capitali in un mercato che oramai ha assunto dimensioni globali e frequenze di scambio molto elevate, ritrovandosi quindi al di fuori dell'ambito della supervisione prudenziale.

---

<sup>135</sup> Banca d'Italia. (2017a). *FinTech: attualità, prospettive e rischi*. Bollettino Economico, n. 2.

<sup>136</sup> Commissione Europea. (2017). Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni - Piano d'azione per la finanza digitale e una finanza più inclusiva. Strasburgo, 8.3.2017, COM(2017) 123 final.

<sup>137</sup> Commissione Europea. (2018b). Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni - Programma per la sperimentazione normativa. Bruxelles, 6.6.2018, COM(2018) 336 final.

<sup>138</sup> La Banca d'Italia, nel suo Bollettino Economico del 2017, ha evidenziato l'importanza di un'azione legislativa per regolare le forme di interazione tra *FinTech* e operatori finanziari, compresi i servizi non regolamentati. La Commissione Europea, in una comunicazione del 2017, aveva già annunciato l'intenzione di fornire indicazioni specifiche sui dispositivi nazionali di innovazione tecnologica, come i poli di innovazione o i perimetri di sperimentazione predisposti dalle autorità di vigilanza nazionali. Successivamente, nel 2018, la Commissione ha fornito ulteriori indicazioni per definire un programma sulle migliori prassi degli spazi di sperimentazione normativa, in base agli orientamenti forniti dalle autorità europee di vigilanza.

Difatti, ad oggi l'intervento pubblico<sup>139</sup> si concentra prevalentemente sulla ricerca di soluzioni regolamentari che massimizzino il benessere degli operatori, evitando asimmetrie a svantaggio dei soggetti più deboli (consumatori, risparmiatori, debitori, ecc.).

Inoltre possiamo affermare, dalle conclusioni tratte nei paragrafi precedenti, che per promuovere una nuova fase di crescita economica è necessaria un'applicazione efficiente dell'evoluzione della tecnologia finanziaria con lo scopo di migliorare la dinamica del mercato dei capitali.<sup>140</sup>

In particolare, nell'attuale contesto, le imprese *FinTech* offrono soluzioni capaci di migliorare l'efficienza e la qualità delle transazioni monetarie. È evidente quindi che le banche centrali possono sfruttare a loro vantaggio le ultime innovazioni per migliorare il funzionamento della propria valuta sovrana, con il fine di adattarsi alle esigenze di un'economia che si basa sia su un ambiente naturale che digitale. Questo inoltre potrebbe rappresentare una grande opportunità per la stimolazione della crescita economica del settore pubblico. Tuttavia, quanto appena detto non mette in discussione l'importanza della valuta sovrana e della sovranità, ma ci suggerisce l'importanza che risiede nell'ambito dell'esaminazione del successo delle criptovalute private (alternative alla valuta sovrana).

Supponendo che le soluzioni hi-tech che hanno permesso il successo delle criptovalute private<sup>141</sup> possano essere applicate anche alle valute sovrane, i leader politici devono adesso esaminare tale esperienza e valutare la portata e le regole dell'intervento pubblico per proteggere i diritti individuali e la stabilità finanziaria.

Di conseguenza, i leader politici dovrebbero interessarsi alle criptovalute<sup>142</sup> per la specificità del loro mezzo tecnologico piuttosto che per il modo in cui concedono diritti o obblighi ai loro utenti. Sebbene finora sia stata sorprendente l'accoglienza delle autorità nei confronti di questo fenomeno, essa non dovrebbe sorprenderci poiché l'accettazione delle nuove valute private è stata in linea sia con la politica monetaria espansiva che con la scelta di non intervenire in episodi marginali rispetto al volume

---

<sup>139</sup> Baeriswyl, R., & Marazzi, M. (2019). Central bank digital currency and the banking system. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 155(1), 1-14.

<sup>140</sup> Caratelli, M., & Savona, P. (2019). The Potential Role of CBDC in Fostering Monetary and Financial Stability. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 8(1), 139-160.

<sup>141</sup> Gans, J. S. (2018). Innovation and the challenge of regulation in the digital economy. *Australian Journal of Management*, 43(3), 327-332.

<sup>142</sup> Narayanan, A., Bonneau, J., Felten, E., Miller, A., & Goldfeder, S. (2016). *Bitcoin and Cryptocurrency Technologies: A Comprehensive Introduction*. Princeton University Press.

complessivo del mercato mondiale della moneta. Tuttavia, è importante tenere presente il fatto che prima di cominciare ad affrontare il ruolo del *FinTech* all'interno della dinamica monetaria<sup>143</sup>, le banche centrali hanno impiegato vari anni. Solo di recente, infatti, esse hanno iniziato a considerare lo sviluppo tecnologico degli strumenti utilizzati come alternativa ai biglietti bancari e ad altri meccanismi per far circolare la moneta sovrana nell'economia.

Considerando tale prospettiva, è imperativo esaminare a fondo l'aspetto giuridico che deriva dalle nuove opportunità che una valuta sovrana digitale e crittografata può offrire. È chiaro che l'innovazione tecnologica potrebbe accelerare l'esecuzione dei pagamenti, eliminando o almeno riducendo la necessità di un intermediario centrale nelle transazioni, garantendo inoltre la certezza delle transazioni all'interno del mercato dei capitali.

Le criptovalute sovrane<sup>144</sup>, per loro stessa natura, potrebbero essere un perfetto sostituto del denaro sia nei bilanci bancari che nell'economia nel suo complesso. Tuttavia, gli effetti di tale sostituzione potrebbero avere delle conseguenze sulla contabilità di tali valute, a meno che la crittografia non sia in grado di tenere traccia e identificare qualsiasi singolo pezzo di valuta in modo che esso non possa essere confuso con altri asset (soprattutto in termini giuridici).

Di conseguenza, esiste un rischio che ciò possa compromettere il funzionamento del moltiplicatore dei depositi. Tuttavia, l'applicazione della crittografia potrebbe anche andare ad agevolare la tracciabilità degli scambi, in quanto esiste la possibilità di aggiungere l'identificatore della persona che l'ha posseduta all'identificativo di ogni moneta (come se un biglietto di banca potesse registrare le impronte digitali di chiunque l'abbia toccato). Questo potrebbe avere delle conseguenze e degli effetti positivi nella prevenzione del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo. Nel contesto attuale, l'utilizzo della crittografia e della tecnologia blockchain<sup>145</sup> sta generando nuovi problemi giuridici, ampliando l'ambito delle questioni che negli ultimi anni sono state solo marginalmente esaminate. Pertanto, per le autorità

---

<sup>143</sup> Giupponi, G., & Landi, A. (2021). Cryptocurrencies and Central Bank Digital Currencies: Implications for the Banking System and Monetary Policy. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), 160.

<sup>144</sup> Harrigan, M. (2018). Central bank digital currencies. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 26(4), 426-436.

<sup>145</sup> Per ulteriori approfondimenti consultare: Nakamoto, S. (2008). Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System.

monetarie sussiste una chiara esigenza di creare un'infrastruttura che sia dedicata al supporto delle valute digitali sovrane al fine di facilitarne una rapida implementazione, e per favorire quindi la crescita economica senza compromettere i tradizionali meccanismi bancari che beneficiano l'economia reale. E' quindi questa la base da cui partire per un intervento pubblico finalizzato a stabilire soluzioni operative sempre più efficienti, con il fine di migliorare la circolazione del capitale e la gestione del rischio. Le comparazioni tra innovatori, operatori tradizionali e consulenti legali possono aprire nuove strade per lo sviluppo dei mercati assicurativi, bancari e finanziari. Questa presunzione sembrerebbe essere alla base dell'attuale approccio del regolatore dell'UE<sup>146</sup>, il quale ha proposto una regolamentazione dell'UE con l'obiettivo di creare un mercato di cripto-asset (MiCAR).<sup>147</sup> Questa proposta si riferisce infatti sia ai prodotti innovativi definiti come cripto-asset (inclusi i loro diritti e obblighi, se sostenuti da tali attività immateriali) sia alle piattaforme di trading in cui la domanda e l'offerta di tali prodotti si incontrano. L'approccio dell'UE<sup>148</sup> prevede l'istituzione di alcuni limiti specifici all'autonomia privata nella gestione e conservazione di questi prodotti e soprattutto una supervisione pubblica mirata a proteggere gli investitori e a preservare la stabilità finanziaria, favorendo nel contempo l'innovazione nello sviluppo di beni basati sulla crittografia. L'intento è di favorire la nascita di un mercato in cui le soluzioni digitali siano parte integrante della sua operatività, con la conseguenza di rendere i supervisori sempre più interessati alle relazioni con i fornitori delle innovazioni tecnologiche che vanno a supporto di questa fase dell'evoluzione finanziaria.

Difatti il regolatore dell'UE ha dichiarato chiaramente lo scopo di MiCAR: è la protezione dei consumatori contro alcuni dei rischi associati all'investimento in cripto-asset, con il fine di aiutarli ad evitare schemi fraudolenti. Le nuove regole introducono quindi forti requisiti per la protezione dei portafogli dei consumatori e stabiliscono la responsabilità dei fornitori di servizi di cripto-asset nel caso in cui perdano i cripto-asset degli investitori.

---

<sup>146</sup> European Banking Authority (EBA), "EBA publishes report on crypto-assets", 9 January 2019.

<sup>147</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA), "ESMA consults on MiCA and DLT pilot regime", 23 February 2021.

<sup>148</sup> European Commission, "Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937", 24 September 2020.

Entrando adesso nel merito delle misure normative più adatte per affrontare la sfida della digitalizzazione e migliorare il valore del mercato finanziario, possiamo partire affermando che le innovazioni maggiori riguardano prevalentemente la struttura dei prodotti finanziari stessi, piuttosto che i diritti che essi possiedono, se presenti. Al momento, le autorità regolatorie europee sono state chiamate alla collaborazione con parti private per sviluppare una strategia legale coordinata al fine di guidare lo sviluppo del settore verso un punto di equilibrio che ne garantisca la resilienza e la sostenibilità (e, di conseguenza, a introdurre norme atte a prevenire fallimenti di mercato e allineare le soluzioni commerciali con le esigenze di stabilità finanziaria e protezione dei consumatori).

Focalizzandosi ora sull'approccio alla base del MiCAR, è evidente che l'autorità regolamentare europea non ha chiaramente effettuato una distinzione tra infrastruttura, prodotto, diritti e obblighi. Questa mancanza di distinzione non è in linea con l'approccio normativo attuale, in cui l'infrastruttura è regolata per ridurre i costi di transazione, migliorare la trasparenza e garantire la resilienza operativa, mentre il prodotto è regolamentato per garantire un livello minimo di qualità e usabilità. Inoltre, i diritti e gli obblighi relativi al denaro (e al risparmio) sono stabiliti per proteggere la parte più vulnerabile di un contratto (il mutuatario, il risparmiatore, il consumatore). Senza dubbio, l'intervento pubblico deve mirare a proteggere la parte più debole e possiamo presumere che il *FinTech*<sup>149</sup> non sia l'ambiente ideale per sostenere un approccio meno interventista nei confronti di coloro che sono fedeli ai principi della protezione. Pertanto, questo approccio, se attuato, richiederebbe uno sforzo significativo da parte dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA)<sup>150</sup> per sviluppare delle norme tecniche regolamentari sul funzionamento di questo mercato, nonché un'attenzione sempre maggiore alla protezione dei dati personali, alla sicurezza informatica e, in ultima analisi, a scelte organizzative resilienti per gestire l'accelerazione che seguirà questa nuova regolamentazione.<sup>151</sup>

---

<sup>149</sup> European Commission. (2020). Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on markets in crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937 (MiCA) and Directive 2014/65/EU (MiFID II) (COM/2020/593 final). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2020:593:FIN>

<sup>150</sup> L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) è un'autorità indipendente dell'UE il cui obiettivo è migliorare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili e ordinati. [https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies-profiles/esma\\_it](https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies-profiles/esma_it)

<sup>151</sup> European Securities and Markets Authority. (2019). Advice on initial coin offerings and crypto-assets. Paris, France: European Securities and Markets Authority.



In questo contesto<sup>152</sup>, ovvie difficoltà emergono nel classificare un prodotto come rappresentazione digitale di valore o diritti (che possono essere trasferiti e conservati elettronicamente, utilizzando la tecnologia dei registri distribuiti o simili, ovvero il cripto-asset), dal momento che la sua sottoscrizione non conferisce alcuno dei diritti e degli obblighi che portano alla qualificazione come prodotto finanziario. Analoghe sfide pratiche sorgono con (i) il tipo di cripto-asset che viene utilizzato come mezzo di scambio e inteso a mantenere un valore stabile che faccia riferimento al valore di una valuta fiat a corso legale (ovvero il token di e-money); (ii) il tipo di cripto-asset inteso a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di un altro asset (ad esempio diverse valute fiat a corso legale, una o più materie prime o una o più cripto-valute, o una combinazione di tali asset, ovvero il token riferito ad asset), che non va qualificato come derivato. Non è sorprendente quindi che la Commissione Europea abbia sostenuto una proposta<sup>153</sup> focalizzata sull'utilizzo delle opportunità offerte dai prodotti innovativi al di fuori del campo di applicazione della regolamentazione finanziaria attuale, allo scopo di rendere il mercato monetario più competitivo ed efficiente. È evidente che il mercato unico offre un ambiente regolamentato utile per consentire all'innovazione di servire il benessere dei cittadini, a condizione che i supervisori siano in grado tener sotto controllo che l'uso di algoritmi e big data non porti a un allineamento del comportamento degli intermediari che sia pregiudizievole per la concorrenza, così come di verificare che la struttura della rete sia resiliente e che il design dei nuovi prodotti non pregiudichi una gestione sana e prudente.

Nonostante questo, le prime linee guida e le pratiche di cui sopra suggeriscono che la supervisione degli emittenti, dei gestori di mercato e dei fornitori di servizi (compresi i custodi e gli scambiatori) siano un elemento essenziale per un intervento pubblico che mira a garantire ai consumatori i vantaggi della tecnologia finanziaria. Pertanto, bisogna chiedersi se sia necessario anche tenere sotto controllo i programmatori degli algoritmi che raccolgono informazioni e supportano le scelte gestionali (cioè gli algoritmi cognitivi) o, almeno, i produttori degli algoritmi che supportano la

---

<sup>152</sup> European Commission. (2021). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A European strategy for data. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2020%3A66%3AFIN>

<sup>153</sup> European Commission. (2019). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector. Brussels, Belgium: European Commission.

transazione autoesecutiva in cripto-asset (a condizione che alcune negoziazioni siano il risultato di risposte autonome alle richieste dei clienti, gli algoritmi decisionali).<sup>154</sup> Sul fronte regolamentare, risulta notevole l'intervento pubblico effettuato tramite il MiCAR<sup>155</sup> sui fornitori che offrono tali cripto-asset al pubblico o cercano di far ammettere tali cripto-asset alla negoziazione su una piattaforma di scambio di cripto-asset.

In base alle qualità soggettive del mittente stesso (articolo 4), alla presenza di un documento informativo dettagliato (articolo 5) e di un requisito minimo di contenuto per le comunicazioni di marketing (articolo 6), il MiCAR sta lavorando per prevenire le comuni asimmetrie informative, ed è previsto inoltre il diritto di recesso per proteggere i consumatori dalle loro decisioni irrazionali (articolo 12).

Ciò richiama il principio di "stessa attività, stesso rischio, stesse regole e stessa supervisione", che richiede da parte dei responsabili delle politiche un chiaro impegno per promuovere una regolamentazione di mercato che supporti efficacemente le negoziazioni basate su meccanismi ad alta tecnologia, al fine di garantire che tale mercato raggiunga un equilibrio che rispetti i livelli di sicurezza, stabilità, trasparenza e protezione che caratterizzano il mercato interno dell'UE.

Considerando inoltre l'importanza che risiede negli scambi volontari e nell'allocazione efficiente delle risorse e notando i vari ostacoli agli scambi di massimizzazione del valore, è importante effettuare una valutazione sull'affidabilità del processo di scambio auto-esecutivo (che qualifica gli scambi di cripto) in relazione al volume delle transazioni digitali e della velocità di esse. Tuttavia, è necessario controllare la tecnologia per garantire la possibilità di esercitare i diritti individuali, senza influire sulle garanzie pubbliche e sui fondi di riserva.

In primo luogo, viene considerata l'interferenza che sussiste tra il funzionamento del mercato e l'affidabilità dei diritti connessi alla sottoscrizione di un cripto-asset. Entrambi sono integrati in un complesso digitale che dà contenuto al sistema descritto sopra come un mercato. Questo mercato è stato incluso nel campo di intervento pubblico (mediante le garanzie previste dal MiCAR), ma è necessario controllare la tecnologia in modo tale da garantire la possibilità di esercitare i diritti individuali con fine di promuovere l'integrità del mercato e dei diritti dei consumatori.

---

<sup>154</sup> European Commission. (2020). Digital finance package: Commission sets out new, ambitious approach to support European companies and consumers to fully embrace digital finance.

<sup>155</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593>

È essenziale intervenire anche in modo specifico per garantire la resistenza del settore finanziario, come è stato sottolineato dalla Commissione nella definizione delle priorità per rendere l'Europa pronta all'era digitale e costruire un'economia pronta per il futuro che funzioni per tutti. Difatti, i responsabili delle politiche sempre di più stanno concentrandosi sui rischi derivanti dalla dipendenza dalla crittografia e dalla tecnologia dell'informazione, nonché dal continuo funzionamento dei protocolli di comunicazione e delle infrastrutture

Questa attenzione ha condotto il Parlamento Europeo e il Consiglio Europeo a proporre “DORA” (Digital Operational Resilience Act)<sup>156</sup>, un regolamento relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario volto a prevenire l'instabilità finanziaria causata da rischi specifici legati alla tecnologia dell'informazione.<sup>157</sup> Considerando l'impatto di questa proposta, diventa evidente che l'intervento pubblico per stabilire requisiti minimi di qualità per i sistemi informatici dovrebbe ridurre la necessità di rafforzare i buffer di capitale degli intermediari finanziari, poiché i requisiti di capitale aggiuntivo sarebbero solo in grado di aumentare la capacità delle entità supervisionate di assorbire le perdite (che potrebbero derivare da un malfunzionamento informatico). Difatti, un insieme di regole per regolamentare la resilienza operativa digitale, combinato con una supervisione centralizzata degli elementi critici dell'infrastruttura tecnologica, costituirebbe una forma proattiva di difesa contro il pericolo che potrebbe derivare da un uso intensivo della tecnologia (e dalla piena affidabilità del suo corretto funzionamento). Tuttavia, ciò richiederebbe la creazione di una nuova autorità (o almeno nuovi dipartimenti nelle attuali Autorità europee di vigilanza) per supervisionare la produzione di tecnologia e la fornitura di servizi funzionali al mercato finanziario.

DORA quindi mira a stabilire un quadro normativo che prevenga e mitighi le minacce informatiche, nel tentativo di trovare un'applicazione omogenea e coerente di tutti i componenti della gestione del rischio nelle aree legate all'ICT, garantendo allo stesso

---

<sup>156</sup> Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011. [Regolamento \(UE\) 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti \(CE\) n. 1060/2009, \(UE\) n. 648/2012, \(UE\) n. 600/2014, \(UE\) n. 909/2014 e \(UE\) 2016/1011](#)

<sup>157</sup> Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea. (2021). Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica le direttive 2013/36/UE e 2014/59/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010.

tempo la parità di condizioni tra i soggetti vigilati in relazione ai loro requisiti di adeguatezza patrimoniale (articolo 2). Tuttavia, per garantire la resilienza del mercato finanziario, queste regole dovrebbero avere uno scopo ben più ampio, poiché non è possibile presumere che i consumatori (e gli altri operatori) evitino di utilizzare infrastrutture non regolamentate.

In altre parole, i punti di forza di DORA rappresentano le sue limitazioni. Infatti, i requisiti relativi alla governance (articolo 4), alla gestione del rischio ICT (articoli da 5 a 14), alla prova di resilienza operativa digitale (articoli da 21 a 24) e alla condivisione delle informazioni (articolo 40) riguardano solo le entità supervisionate, senza estendere i loro effetti diretti a qualsiasi entità che gestisca prodotti e infrastrutture digitali. Questo approccio però non tiene in considerazione il fatto che l'uso della crittografia (così come le leve della comunicazione decentralizzata e l'accesso a piattaforme non regolamentate) amplia la portata dell'intervento pubblico al di là dei confini stabiliti nel XX secolo, in cui gli spostamenti di capitale erano principalmente eseguiti all'interno delle attività e passività di un istituto di credito supervisionato.

In una "economia digitale unificata", il mercato si fonda su una concorrenza basata sull'accoppiamento dell'offerta e della domanda tramite strumenti ICT alternativi ai servizi forniti dalle istituzioni supervisionate e all'offerta di asset diversi dalla valuta sovrana (come le criptovalute) per facilitare la circolazione della ricchezza.

Un quadro legale coerente quindi richiede che ogni entità (anche quelle al di fuori della portata della supervisione prudenziale) sia tenuta a garantire, costruire e revisionare l'integrità operativa dal punto di vista tecnologico e che ogni fornitore debba affrontare la sicurezza della propria offerta (in termini di prodotti, servizi, reti e sistemi informativi). Ciò risulta fondamentale per sostenere la produzione e la circolazione sicura e sana di criptovalute<sup>158</sup> e suggerisce l'importanza di DORA<sup>159</sup>, il quale sottolinea il ruolo cruciale delle ICT nel settore finanziario e soprattutto il loro impatto sulla gestione delle funzioni quotidiane delle entità finanziarie. Tuttavia, ciò implica anche la necessità di un intervento significativo per regolamentare e controllare tutte

---

<sup>158</sup> Financial Stability Board. (2019). Regulation, supervision and oversight of “global stablecoin” arrangements: Consultative document.

<sup>159</sup> European Banking Authority. (2021). Digital Operational Resilience Act (DORA). <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/digital-operational-resilience-act-dora>

le società che sono coinvolte nella creazione di nuove forme di offerta e domanda di capitale nel mercato interno dell'UE.

Per quanto riguarda questo tema, è opportuno ricordare anche le linee guida fornite dagli organismi internazionali (FSB, G20, ecc.),<sup>160</sup> che hanno suggerito di considerare l'effetto delle tecnologie finanziarie nella definizione dell'intervento pubblico per correggere le inefficienze di mercato e proteggere i diritti individuali, e l'opportunità di promuovere un intervento pubblico centrato su una legislazione basata su principi e su meccanismi automatizzati di regolamentazione e controllo (cioè regtech e suptech). Per controllare il mercato del denaro e dei suoi prodotti o delle sue alternative è richiesto ai policy-maker di considerare le caratteristiche sia delle *FinTech* che del denaro, sempre nell'ottica di una supervisione in grado di controllare gli algoritmi e di modificarne l'essenza introducendo vincoli, limiti, controlli e misure di sicurezza autoeseguibili. Da un mero punto di vista normativo, questo potrebbe essere visto come una forma di protezione degli individui da qualsiasi frode o cattiva condotta, anche se eseguita attraverso le macchine o se derivante dal loro malfunzionamento.

In questo contesto, si consideri anche la proposta di un regime pilota<sup>161</sup> per il controllo dei mercati basati su infrastrutture che utilizzano tecnologie a registro distribuito (DLT).<sup>162</sup> Si parla della necessità di aumentare la certezza giuridica delle transazioni che derivano da abbinamenti multilaterali di offerte e accettazioni che non convergono in un unico centro, eliminando gli ostacoli all'applicazione di nuove tecnologie nel settore finanziario (che possono anche derivare dai termini e dalle condizioni effettive stabilite dagli operatori) e garantendo la protezione dei diritti individuali (insieme all'integrità del mercato) e la stabilità finanziaria complessiva (selezionando il tipo di prodotti che possono circolare in questo regime).<sup>163</sup>

Quindi, in questa fase dell'analisi, risulta utile esplorare se i responsabili delle politiche che hanno proposto questa iniziativa hanno considerato le *FinTech* come una semplice evoluzione tecnologica (in grado di influenzare il mercato interno dell'UE per il

---

<sup>160</sup> Per ulteriori approfondimenti consultare: G20. (2019). G20 leaders' declaration: Building consensus for fair and sustainable development.

<sup>161</sup> <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-provides-guidance-applicants-under-dlt-pilot-regime>

<sup>162</sup> "ESMA explores supervisory convergence opportunities on Distributed Ledger Technologies (DLT)" (ESMA, 2019)

<sup>163</sup> "ESMA outlines supervisory approach to innovation in securities markets" (ESMA, 2021): Questo documento presenta le linee guida dell'ESMA sulla supervisione delle innovazioni nei mercati dei titoli, compresa la tecnologia blockchain e le cripto-attività.

capitale) o se stanno prendendo in considerazione le catene - realizzate al di fuori del campo di applicazione della supervisione prudenziale o del supporto della banca centrale - che avvengono tramite DLT e altre innovazioni. Naturalmente, si deve anche tenere in considerazione l'opportunità di comprendere le possibilità offerte dai crypto-asset e le altre opportunità derivanti dall'applicazione di *FinTech* al mercato monetario. Dato che questo "Regime Pilota" fa parte del pacchetto di finanza digitale dell'UE<sup>164</sup>, è evidente che l'istituzione di mercati di crypto-asset, la regolamentazione dell'operatività digitale (al fine di aumentare la sua resilienza) e una proposta per chiarire o modificare le attuali norme bancarie e finanziarie hanno come comune scopo quello di guidare ogni singolo individuo o impresa verso una gestione sicura e sana dei capitali. Tuttavia, poiché i crypto-asset sono una delle principali applicazioni della tecnologia blockchain nel mercato del capitale, la regolamentazione dell'uso di DLT potrebbe avere un impatto su questo settore piuttosto che sugli enti supervisionati. È importante sottolineare che questa proposta mira a consentire la sperimentazione attraverso deroghe per l'uso di DLT nella negoziazione e post-negoziazione di crypto-asset che si qualificano come strumenti finanziari.

Attualmente, tale classificazione comporterebbe una duplicazione delle attività legate alla circolazione di tali asset, in quanto l'emittente, il venditore e l'acquirente devono rispettare gli obblighi previsti dal regime MiFID e dai requisiti richiesti dalla tecnologia sottostante.

Da un punto di vista legale, le criptovalute si riferiscono alla blockchain, che rappresenta un mero strumento per adempiere obbligazioni mediante un'infrastruttura che definisce determinati database decentralizzati, mantenuti da reti distribuite di computer. Da un punto di vista economico invece, le criptovalute sono uno dei prodotti digitali più popolari tra gli investitori, tuttavia, questa parte dell'analisi si preoccupa di evidenziare che le criptovalute sono state spesso trattate come denaro (ad esempio, per l'acquisizione di un terreno nel metaverso).

---

<sup>164</sup> "ESMA launches a digital finance strategy to embrace innovation while mitigating risks" (ESMA, 2021): Questo comunicato stampa presenta la strategia di finanza digitale dell'ESMA, che include la supervisione delle crypto-attività e delle tecnologie blockchain.

Pertanto, è importante valutare se queste proposte - e l'intera strategia digitale dell'UE<sup>165</sup> - siano adeguate per proteggere i diritti individuali coinvolti nello scambio di criptovalute.<sup>166</sup>

In questa fase dell'analisi, il fondamento per l'intervento di supervisione non si concentra sulla possibilità che le criptovalute possano essere un prodotto alternativo che soddisfi le funzioni tradizionali del denaro sovrano attraverso la tecnologia blockchain e il registro distribuito, ma piuttosto sui costi e sui benefici di istituire un regime pilota per sostenere la transizione dell'infrastruttura di mercato attuale dal design centralizzato all'effettivo utilizzo delle tecnologie del registro distribuito.

La proposta per un regime pilota non si propone di incentivare l'utilizzo delle criptovalute come alternativa al denaro, ma piuttosto di promuovere la sperimentazione delle infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia dei registri distribuiti (DLT), affinché le entità regolamentate possano trarne i massimi benefici e i supervisori e i legislatori possano monitorare l'esperimento per individuare eventuali rischi e criticità di mercato.

Per quanto riguarda l'effetto che può avere questo regime sperimentale, è importante notare che le alternative regolatorie si baserebbero su approcci soft law (cioè la pubblicazione di misure non legislative per fornire orientamenti sull'applicazione del quadro dell'UE sui servizi finanziari ai cripto-asset che si qualificano come strumenti finanziari) o su hard law (tramite l'emanazione di modifiche mirate al quadro dell'UE sui servizi finanziari). Poiché una rigorosa interpretazione del quadro regolamentare attuale potrebbe impedire l'uso delle nuove tecnologie, il soft law non può essere un meccanismo efficace. Al contrario, l'utilizzo dell'hard law potrebbe generare una reazione veloce dell'industria, che potrebbe portare ad un aumento dei rischi operativi. Comunque, la scelta di un regime sperimentale sembra mirare a fornire flessibilità ai partecipanti al mercato che desiderano utilizzare una nuova infrastruttura di mercato. È chiaro che il quadro giuridico dei servizi finanziari dell'UE non è stato progettato per sfruttare le opportunità legate alla tecnologia DLT e alle criptovalute. Tuttavia,

---

<sup>165</sup> "Digital Finance Package" (Commissione europea, 2020): Questa iniziativa della Commissione europea presenta una serie di proposte legislative e non legislative per promuovere l'innovazione nella finanza digitale, inclusa la supervisione delle cripto-attività e delle tecnologie blockchain.

<sup>166</sup> "Regulating Blockchain and Distributed Ledger Technologies" (European Parliament, 2020): Questo rapporto del Parlamento europeo analizza le implicazioni della tecnologia blockchain e delle tecnologie a registro distribuito sui mercati finanziari e sulla regolamentazione, fornendo anche raccomandazioni per le autorità regolatorie.

senza un mercato secondario per le criptovalute<sup>167</sup> (in grado di fornire liquidità e consentire agli investitori di comprare e vendere tali asset), il settore pertinente non potrà mai essere impegnato in una piena concorrenza e non sarà in grado di evolversi verso un mercato efficiente per l'allocazione di risorse in modo sostenibile ed efficiente.

In base a ciò che è stato detto sopra, è importante ricordare l'importanza che l'intervento pubblico ha nella definizione delle scelte di politica monetaria. Difatti i decisori politici devono valutare ciò che deve essere considerato denaro, scegliere l'ente delegato ad attuare la politica monetaria e definire le regole per i pagamenti e le transazioni finanziarie. Poiché la gestione della politica monetaria è delegata a una banca centrale sovranazionale (come nel caso della BCE), gli Stati membri devono considerare il ruolo fondamentale di questa istituzione nella progettazione del mercato monetario.

Sulla base di quanto riportato nel precedente paragrafo, si evidenzia l'effetto dell'evoluzione delle tecnologie finanziarie sul mercato monetario e si comprende meglio il ruolo delle *FinTech* nei confronti delle tendenze monetarie, in considerazione dello sviluppo di strumenti alimentati dalla tecnologia utilizzati come alternativa alla moneta sovrana. Da un punto di vista monetario, la tolleranza delle criptovalute non sovrane da parte dei responsabili delle politiche economiche e delle banche centrali sembra basarsi sull'idea che "la natura del denaro si è evoluta in risposta ai cambiamenti socioeconomici, ma le funzioni del denaro - come mezzo di scambio, unità di conto e deposito di valore - sono rimaste le stesse per secoli". In questo contesto, non c'è alcuna obiezione ad esplorare le opportunità legate alle caratteristiche operative delle criptovalute, in particolare all'attuale configurazione delle loro reti e dei meccanismi di verifica.

Considerando sia l'attuale utilizzo della crittografia e della tecnologia dei registri distribuiti come sostituti della moneta, sia la prospettiva di applicare l'innovazione della crittografia all'emissione della moneta sovrana da parte delle banche centrali, la necessità di una supervisione su qualsiasi criptovaluta rappresenterebbe una condizione indispensabile per innovare i sistemi sviluppati nel ventesimo secolo per la

---

<sup>167</sup> Per ulteriori approfondimenti consultare: Russo, F., & Albano, G. (2021). Regulating Crypto-Assets in the EU: A Critical Analysis of the EU Pilot Regime. *European Business Organization Law Review*, 22(1), 75-99.



circolazione della moneta (basati sulle banche centrali, sui biglietti di banca e sulle banche, nonché sul denaro elettronico e sui servizi di pagamento forniti da intermediari regolamentati).

Nonostante negli ultimi anni ci sia stato un notevole consenso sulla legittimità delle criptovalute come elemento fondamentale di un sistema per sostenere la circolazione della ricchezza, non siamo alla fine del denaro sovrano. Questo consenso si è affermato tra gli operatori che aderiscono alla società cablata e spesso questi stessi operatori hanno sostenuto che le criptovalute<sup>168</sup> avrebbero potuto costituire la forma definitiva di libertà tra operatori privati, una fuga dalla sovranità e dalle problematiche crisi. Tuttavia, le forme di intervento pubblico sulle criptovalute dimostrano che non stiamo affrontando la fine del sistema monetario come un unico e coerente processo evolutivo che tiene conto delle esperienze di tutte le economie in tutti i tempi.

### **3.4 LA LEADERSHIP ITALIANA**

In questo contesto risulta molto interessante il ruolo che sta assumendo l'Italia nell'ultimo periodo. Difatti il 17 marzo 2023 sulla Gazzetta Ufficiale n° 65 è stato pubblicato il decreto legge 25/2023<sup>169</sup> recante "Disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech".

Il decreto introduce regole per il coordinamento con il Regolamento DLT dell'UE n. 2022/858, che riguarda un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia chiamata "a registro distribuito" (o DLT)<sup>170</sup>. Ciò significa che è possibile negoziare strumenti finanziari tradizionali su un registro digitale condiviso tra più nodi, come PC o server di rete, che è sincronizzato per garantire la sicurezza e l'affidabilità delle transazioni.

La normativa si applica solo agli strumenti finanziari digitali rappresentati da azioni, obbligazioni, titoli di debito, ricevute di deposito, strumenti del mercato monetario, azioni e quote di fondi comuni di investimento e altri strumenti finanziari stabiliti dalla

---

<sup>168</sup> Per ulteriori approfondimenti consultare: "Central Bank Digital Currency: Opportunities, Challenges and Design" di Raphael Auer, Giulio Cornelli e Jon Frost.

<sup>169</sup> <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2023/03/17/23G00035/sg>

<sup>170</sup> Proposal for a Regulation on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, Brussels, 24.9.2020 COM(2020) 594 final 2020/0267 (COD), p. 6

Consob, che esistono esclusivamente come scritturazioni in un registro per la circolazione digitale. Tali strumenti possono essere emessi da società a responsabilità limitata, emittenti italiani o emittenti non domiciliati.

La disciplina menzionata ha difatti riconfigurato il legame tra la tecnologia e la sicurezza degli investitori e la resilienza del sistema finanziario. Ciò è stato fatto in considerazione dell'impiego delle infrastrutture di mercato basate sul registro distribuito al fine di migliorare l'efficienza degli scambi e creare nuove opportunità sia prima che dopo la negoziazione. Inoltre, attraverso l'intervento disciplinare, si è identificata una nuova attività riservata per la gestione dei registri distribuiti necessari per la circolazione degli strumenti finanziari digitali.

In effetti, una corretta gestione di questa attività consente agli emittenti un utilizzo delle infrastrutture basate sul registro distribuito come sostituzione delle tradizionali per l'offerta di strumenti finanziari. È importante notare che la Commissione Europea ha proposto l'introduzione di uno "status" specifico per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia del registro distribuito, il quale rappresenta un obiettivo specifico di questa nuova disciplina.<sup>171</sup>

Si identifica quindi un'opportunità di intervento per il sostenimento dello sviluppo digitale del mercato finanziario, mirato a introdurre soluzioni regolamentari per fornire un vantaggio competitivo all'Italia nel contesto dell'insediamento delle imprese specializzate nella strutturazione delle sedi di negoziazione che operano tramite l'applicazione della tecnologia del registro distribuito. È evidente che questa opzione tende ad evitare le tradizionali disparità nello sviluppo del mercato finanziario, poiché garantisce il controllo pubblico anche sulle alternative infrastrutturali che oggi competono con quelle consolidate dagli intermediari e dai gestori nel corso del Novecento.

Ciò implica la necessità di tenere in considerazione la relazione di sostituzione e competizione tra i due paradigmi di funzionamento: da un lato, le attività, i servizi finanziari e le sedi tradizionali regolamentate dalla normativa MiFID<sup>172</sup> e, dall'altro, i servizi legati ai registri distribuiti, all'emissione di strumenti finanziari digitali e alla

---

<sup>171</sup> Capriglione (2022), Technological innovation and digital euro. The dilemma of applicable regulation, in Law and economics yearly review, p. 146 ss.

<sup>172</sup> <https://www.consob.it/web/area-pubblica/mifid-2>

gestione di sistemi multilaterali di regolamento e negoziazione indicati dal Regolamento (UE) 2022/858.<sup>173</sup>

Il Governo italiano sta attualmente svolgendo un ruolo di leadership in tale ambito grazie all'impegno che sta riservando al necessario e urgente processo di adeguamento normativo per soddisfare gli obblighi derivanti dall'appartenenza all'Unione Europea e per proteggere principi generali che garantiscono il risparmio e sono conformi alla Costituzione italiana. Ci si trova di fronte a un "Regime Sperimentale" che sta orientando le attività e i servizi finanziari verso un approccio basato su delle tecnologie telematiche e crittografiche che precedentemente erano principalmente associate alle criptovalute.<sup>174</sup>

Questo comporta la necessità di esaminare a fondo le opzioni disponibili a livello nazionale riguardo a soluzioni operative innovative, le quali potrebbero essere offerte dalle istituzioni bancarie e dagli intermediari tradizionali, così come da nuovi attori che potrebbero diventare i responsabili dei registri distribuiti. Ciò potrebbe condurre ad un aumento del numero di partecipanti e dei tipi di servizi dedicati alla circolazione delle risorse tra soggetti con surplus e soggetti con deficit.

Da considerare anche l'importanza del Regolamento (UE) 2022/858, che richiede agli Stati membri di conformarsi alle norme disciplinari introdotte per digitalizzare gli strumenti finanziari. Questa normativa è stata introdotta a livello europeo attraverso la modifica dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 15, della Direttiva (UE) 65/2014<sup>175</sup>, che ha ampliato la definizione di strumento finanziario. Ciò dimostra l'importanza di considerare l'intervento europeo come un'innovazione<sup>176</sup> regolamentare che va oltre la semplice armonizzazione e amplia il campo di operatività dei destinatari.

In questo contesto, è necessario approfondire le opzioni disciplinari per garantire il pieno funzionamento del regime sperimentale DLT. Questo è importante per valutare se l'adattamento del sistema giuridico italiano alle soluzioni tecnologicamente avanzate per la circolazione degli strumenti finanziari possa creare un ambiente attraente per gli operatori del settore.

---

<sup>173</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022R0858>

<sup>174</sup> Capriglione, Le cripto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari, in Riv. trim. dir. econ., 2022, I, p. 225 ss.

<sup>175</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065>

<sup>176</sup> SEPE, Innovazione tecnologica, algoritmi e intelligenza artificiale nella prestazione dei servizi finanziari, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2021, Supp. n. 3, p. 186 ss.

Con l'introduzione di una nuova attività riservata come la gestione del registro distribuito e di un nuovo asset come lo strumento finanziario digitale, gli operatori che tradizionalmente operavano nel campo delle emissioni e della gestione dei mercati dovranno tenere sotto stretto monitoraggio il mercato di riferimento. Questo al fine di poter effettuare una valutazione dell'adozione delle innovazioni disciplinate dal regolamento europeo e attivare il processo abilitativo correlato.

È importante notare che stiamo passando da un regime basato su documenti cartacei e registrazioni centralizzate a un regime alternativo più ampio, che troverà applicazione anche in altri settori.<sup>177</sup>

Inoltre, è necessario chiarire che il Governo italiano ha identificato un ambito di applicazione più ampio rispetto a quello previsto dal Regolamento (UE) 2022/858. Difatti, l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari digitali sono soggetti a un regime speciale, anche se non sono destinati a essere scambiati su piattaforme di negoziazione. Il Decreto Legislativo 25/2023 si riferisce ad azioni, obbligazioni e titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata in conformità con l'articolo 2483 del Codice Civile, oltre ad altri titoli di debito, ricevute di deposito relative ad obbligazioni e altri titoli di debito, strumenti del mercato monetario regolamentati dal diritto italiano, nonché ad azioni e quote di organismi di investimento collettivo del risparmio italiani.

In aggiunta a ciò, in conformità con l'articolo 28, comma 2, lettera b) del decreto legge, la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) può individuare ulteriori strumenti che gli emittenti possono sottoporre alla disciplina stabilita, anche in deroga alle normative civilistiche o ad altre disposizioni vigenti relative alla forma e alla circolazione di tali strumenti.

Con riferimento all'emissione di strumenti finanziari<sup>178</sup>, si sottolinea l'importanza dell'esecuzione attraverso l'utilizzo di un registro decentralizzato come prerequisito per superare gli obblighi di dematerializzazione presso un depositario centrale previsti dal Provvedimento Unico sul Post-trading della Consob e della Banca d'Italia, adottato in ottemperanza all'articolo 83-bis, comma 2, del TUF.

---

<sup>177</sup> Befani, Certeza, consenso e certificazioni informatiche: problemi e prospettive di un approccio giuridico al fenomeno delle tecnologie basate sui registri distribuiti, in *Il diritto dell'economia*, 2021, p. 77 ss.

<sup>178</sup> Blemus, *Law and Blockchain: A Legal Perspective on Current Regulatory Trends Worldwide*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2017.

Inoltre, si sottolinea l'importanza che riveste il concetto di "registro per la circolazione digitale", che è definito nell'articolo 2, numero 2) del Regolamento (UE) 2022/858. Tale concetto identifica gli strumenti che sono necessari per supportare l'emissione di strumenti finanziari digitali. Allo stesso modo, la definizione di "tecnologia a registro distribuito (DLT)" è collegata agli articoli 2, numero 1, del Regolamento (UE) 2022/858 e all'esperienza applicativa dell'articolo 8-ter, comma 1, del decreto legge 14 dicembre 2018, n. 135 in relazione alle tecnologie basate su registri distribuiti<sup>179</sup>. Questa definizione intende riferirsi ad una vasta gamma di sedi di negoziazione alternative a quelle che si basano su un sistema centralizzato di scambio degli strumenti finanziari e delle relative informazioni, come previsto dalla normativa MiFID. Pertanto, risulta fondamentale che le autorità continuino tenere sotto controllo queste sedi alternative, verificando che un'architettura informatica decentralizzata e distribuita garantisca un sistema di controllo efficace per ridurre al minimo il rischio di manipolazione dei contenuti.

In quest'ottica, le disposizioni per l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari scritturati su un registro per la circolazione digitale devono essere prese in considerazione. Tali disposizioni non mirano all'inalterabilità delle operazioni (come nel caso delle catene crittografate), ma cercano piuttosto di individuare una responsabilità centrale per qualsiasi forma di alterazione di una transazione digitale autorizzata dal sistema e aggiunta al registro.

Pertanto, il quadro normativo non si basa esclusivamente sulla crittografia e sulla telematica per assicurare la corretta circolazione dei dati trascritti.

Il legame tra digitalizzazione e segretezza (o più precisamente, tra la digitalizzazione dei mezzi finanziari e la necessità di mantenere la segretezza del registro che ne permette l'esecuzione) ha implicazioni specifiche sia sul piano soggettivo che oggettivo.<sup>180</sup> Pertanto, è opportuno sottolineare che il Regolamento europeo e il decreto legge sembrano seguire la preferenza (dei decisori politici) per un'opzione tecnologica specifica, in cui i nodi a cui si riferisce la rete e la loro distribuzione sono definiti in conformità con una scelta che favorisce l'imputabilità delle responsabilità legate all'esercizio dell'attività segreta in questione.

---

<sup>179</sup> Annunziata, Chisari, Amendola; DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives under the DLT Pilot Regime, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 4344803, 2023.

<sup>180</sup> Zetzsche, Buckley, Arner, The Distributed Liability of Distributed Ledgers: Legal Risks of Blockchain, in University of Illinois Law Review, 2017-2018.

È significativa, in effetti, l'opzione disciplinare (prevista dall'articolo 3 del DL 25/2023) secondo cui l'eccezione all'impostazione della MiFID è limitata ai casi in cui il registro distribuito è mantenuto da un "custode del registro" o dal gestore di una delle infrastrutture del mercato DLT<sup>181</sup>, oltre che dalla Banca d'Italia o dal Ministero dell'Economia e delle Finanze o da eventuali altri soggetti identificati nell'esercizio della citata autorità regolamentare (ai sensi dell'articolo 28, comma 2, lettera i).

Inoltre, vengono stabiliti requisiti specifici per il funzionamento del registro, indicati dall'articolo 4 del DL 25/2023 con riferimento a criteri di integrità, autenticità, non rifiutabilità, duplicabilità e validità delle registrazioni che attestano la titolarità e il trasferimento dei mezzi finanziari digitali. Inoltre, vi è l'obbligo di utilizzare una tecnologia che consenta l'identificazione in qualsiasi momento, direttamente o indirettamente, degli elementi essenziali delle operazioni (considerando le informazioni relative ai beneficiari delle registrazioni, alla natura e al numero dei mezzi finanziari digitali detenuti da ciascuno); questa identificazione deve essere possibile sia per il titolare dei mezzi finanziari digitali sia per la Consob e la Banca d'Italia.

È probabile che si sviluppi un dibattito significativo sulla definizione della tecnologia DLT<sup>182</sup>, poiché essa non ricopre in modo del tutto esaustivo le possibili applicazioni della blockchain e impone restrizioni sulla solidità, superando così il principio di neutralità tecnologica precedentemente invocato<sup>183</sup>. Tuttavia, è importante tenere in considerazione che l'opzione per il regime sperimentale comporta l'applicazione di norme simili a quelle previste per i regimi tradizionali cartacei e scritturali in termini di legittimazione, efficacia della buona fede nel possesso e eccezioni opposte, come stabilito dagli articoli 5 e 6 del DL 25/2023.

Questo vale anche per le regole sulla legittimazione all'intervento in assemblea e sull'esercizio del diritto di voto (art. 7), il pagamento di dividendi, interessi e la restituzione del capitale (art. 8). Tali settori, tenendo in considerazione la possibilità di introdurre nuove automazioni e programmazioni di nuova generazione per

---

<sup>181</sup> Sarel, Jabotinky, Klein, Globalize Me: Regulating Distributed Ledger Technology, in *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 2023.

<sup>182</sup> Mattassoglio, Le proposte europee in tema di "crypto-assets" e DLT ["Distributed Ledger Technology" – Tecnologia a Registro Distribuito]. Prime prove di regolazione del mondo "crypto" o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando "bitcoin")?, in *Rivista di diritto bancario*, 2/2021, 1, p. 413 ss.

<sup>183</sup> Walch, *Deconstructing 'Decentralization': Exploring the Core Claim of Crypto Systems*, in AA.VV., *Crypto Assets: Legal and Monetary Perspectives*, Oxford 2019.

l'adempimento delle richieste degli emittenti, potrebbero trarre dei vantaggi maggiori dagli effetti della digitalizzazione rispetto a quegli strumenti finanziari identificati con il termine: “tradizionali”. Pertanto, la normativa speciale consente la creazione e la gestione del registro dei soci e del registro degli obbligazionisti attraverso un registro per la circolazione digitale.

Inoltre, è stato adottato anche il criterio dell'equivalenza funzionale anche per le titolarità dei titoli, permettendo così alle banche e alle imprese di investimento di agire sia in proprio nome che per conto dei clienti. Di conseguenza, sono ammessi tre modelli operativi: (i) un intermediario che detiene gli strumenti in proprio nome (detto intermediato), (ii) la titolarità diretta del wallet da parte dell'investitore e la disponibilità delle chiavi di accesso da parte dell'intermediario (detto parzialmente intermediato), (iii) l'operatività diretta ed esclusiva dell'investitore (detto disintermediato). Ciò sta a dimostrare un approccio neutrale da parte del governo rispetto alla promozione di uno dei modelli sopra citati, lasciando la possibilità di adattarsi alle tendenze del mercato in relazione alla domanda di servizi di intermediazione in questo settore.<sup>184</sup>

L'obiettivo del decreto è quello di garantire la tutela dei diritti degli investitori, attraverso la regolamentazione degli strumenti finanziari previsti dall'ordinamento giuridico. Nel definire i contenuti degli strumenti e i relativi flussi informativi, si impone l'obbligo di garantire l'accesso alle informazioni previste dalle norme generali in materia di azioni e obbligazioni. Tale disposizione si applica anche alle azioni e alle quote degli organismi di investimento collettivo del risparmio, che devono essere gestiti conformemente alle regole stabilite per la forma societaria o meno dell'OICR. E' importante chiarire che il decreto non mira all'introduzione di obblighi in merito a flussi informativi aggiuntivi o all'accelerazione dei tempi di sviluppo dei sistemi automatizzati in grado di incorporare la tecnologia nei prodotti finanziari. Ciò quindi crea una finestra di opportunità<sup>185</sup> per i privati, che potrebbero sviluppare nuovi strumenti finanziari digitali attraenti per gli investitori sofisticati, interessati ad un

---

<sup>184</sup> Ciruolo, L'ecosistema digitale e l'evoluzione dei mercati, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 4s/2022, 2, p. 342 ss.

<sup>185</sup> Per un interessante approfondimento sul “Green FinTech” consultare: Macchiavello, Siri, *Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute to Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of ‘Green FinTech’*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, 2020.

bagaglio informativo di maggiore qualità rispetto a quello disponibile tramite le infrastrutture tradizionali.<sup>186</sup>

Possiamo dunque affermare con certezza che il decreto legislativo n. 25 del 2023 affronta in modo dettagliato la tematica dell'emissione e della circolazione degli strumenti finanziari digitali, adottando delle misure disciplinari specifiche per adeguare l'approccio tradizionale alla tecnologia. L'obiettivo principale è evitare una totale disintermediazione delle infrastrutture dei mercati dei capitali, pur consentendo modelli operativi che superino l'elemento di centralizzazione, favorendo anche un'operatività diretta ed esclusiva dell'investitore (nel modello disintermediato).<sup>187</sup>

Il governo italiano ha deciso prendere l'iniziativa intervenendo su questo argomento partendo dal presupposto che la digitalizzazione, la registrazione su un registro distribuito e il regime di forma e circolazione degli strumenti finanziari non siano statici nel tempo. Di conseguenza, il decreto impone agli emittenti di elaborare una "strategia di transizione" per il trasferimento delle registrazioni verso un registro diverso o per il cambiamento del regime di forma e circolazione. Questa strategia deve essere chiara, esaustiva e trasparente, e sarà sottoposta a un controllo specifico da parte del responsabile del registro.

È importante notare che questa opzione può essere attivata in seguito a scelte gestionali o situazioni contingenti che presentano problemi. Di conseguenza, può accadere che il superamento dell'opzione originaria (per una forma o un registro) avvenga dopo la cessazione del registro o la cancellazione o sospensione del responsabile.

In questa sfera regolamentare, non è possibile affrontare le difficoltà operative derivanti da tali eventi tramite una procedura di amministrazione straordinaria, a meno che non si verificano specifici presupposti (ad esempio, se il responsabile fosse una banca coinvolta in gravi irregolarità amministrative) e il responsabile sia soggetto a una supervisione simultanea.

Tuttavia, è importante notare che, ad eccezione dei casi disciplinati dall'articolo 14, il cambiamento del regime di forma e circolazione può essere deciso dall'emittente, purché sia consentito dallo statuto o dai termini e dalle condizioni di emissione dei

---

<sup>186</sup> Gitti, Emissione e circolazione di cryptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari, in Banca borsa e titoli di credito, 1/2020, 1, p. 13 ss.

<sup>187</sup> Hondius, The Protection of the Weak Party in a Harmonised European Contract Law: A Synthesis, in Journal of Consumer Policy, 2004, p. 245 ss.; MIGLIONICO, Innovazione tecnologica e digitalizzazione dei rapporti finanziari, in Contr. e impr., 2019, p. 1376 ss.



titoli finanziari digitali. Questo vale sia per la digitalizzazione che per il processo inverso. È pertinente concentrarsi sul riferimento alle disposizioni statutarie e alle condizioni di emissione, poiché l'autorità di regolamentazione intende concedere ai soggetti privati il "diritto di ripensamento", consentendo loro di accedere o rinunciare al processo di digitalizzazione in base agli accordi concordati con gli investitori di riferimento.

Tuttavia, la norma in questione non stabilisce una precedenza tra le due fonti (vale a dire statuto e condizioni) e non specifica le conseguenze di una eventuale modifica che non sia conforme a entrambe le fonti, in caso di conflitto. Inoltre, la regola non indica nemmeno quale organo dell'emittente sia competente ad assumere la suddetta decisione (necessaria per tale modifica).

La disciplina degli strumenti finanziari digitali da parte del decreto legislativo 25/2023 non avviene in base al contenuto scritturale della componente tecnologica, bensì al loro regime di circolazione. Inoltre, il legislatore ha previsto la possibilità di emettere questi strumenti su un solo registro per la circolazione digitale, gestito da un unico responsabile iscritto nell'apposito elenco. Questa scelta mira a garantire la corretta strutturazione e funzionalità del registro<sup>188</sup>, nonché l'aggiornamento continuo e la completezza delle informazioni.

Per quanto riguarda l'iscrizione nell'elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale, si possono individuare due sottogruppi di soggetti a seconda che svolgano l'attività di responsabile del registro con riferimento a strumenti digitali emessi da soggetti terzi o solo con riferimento a quelli emessi da loro stessi.

Nel primo sottogruppo rientrano gli intermediari vigilati, come le banche, le imprese di investimento e i gestori del mercato stabiliti in Italia, nonché i soggetti stabiliti in Italia che saranno iscritti dalla Consob nell'elenco dei responsabili dei registri. Nel secondo sottogruppo sono inclusi gli intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'articolo 106 del TUB, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica, i gestori di organismi di investimento collettivo del risparmio e le imprese di assicurazione o riassicurazione stabiliti in Italia, nonché gli emittenti con sede legale in Italia.

---

<sup>188</sup> Mills, Malone, Wang, Ravi, Marquardt, Badev, Liao, Baird, Brezinski, Fahy, Kargenian, Bg, Ellithorpe, Distributed Ledger Technology in Payments, Clearing, and Settlement, in FEDS Working Paper No. 2016-095, 2016.

Per quanto concerne i cosiddetti soggetti diversi che intendono operare nella gestione di registri distribuiti, è importante tenere in considerazione che le disposizioni normative non richiedono un'attività sociale esclusiva né negano la possibilità di svolgere altre attività riservate previste dalla legge (come ad esempio le società di consulenza finanziaria). Di conseguenza, è auspicabile che i regolamenti aggiuntivi forniscano chiarezza in merito a eventuali interferenze tra la gestione dei registri e l'esercizio di altre attività che rientrano nell'ambito dell'oggetto sociale di tali soggetti. Ovviamente, l'ampia categoria di soggetti risponde alla necessità di promuovere l'accesso all'attività di responsabile del registro presso un vasto pubblico, favorendo così la diffusione della tecnologia DLT<sup>189</sup> nel mercato finanziario e promuovendo l'automazione e il miglioramento delle dinamiche informative, nonché il raggiungimento di ulteriori obiettivi (come la sostenibilità finanziaria).

È fondamentale evidenziare anche che la scelta di delegare gli effetti della responsabilità (mediante la sottoscrizione di un'assicurazione) presenta particolari questioni applicative e incertezze riguardo alla creazione degli incentivi che dovrebbero orientare la fornitura del servizio in oggetto.

Effettivamente, inizialmente, è necessario valutare i settori della protezione, la sua efficienza in caso di intenzionalità o negligenza (anche minima) del responsabile, e anche la possibile previsione di un diritto di regresso da parte della compagnia. Se si prova ad analizzare attentamente, quest'ultimo aspetto potrebbe rappresentare un incentivo per l'imprenditore ad adottare una struttura organizzativa in grado di prevenire ogni tipo di rischio (piuttosto che suggerire la possibilità di assumere comportamenti imprudenti, ma che si possono coprire solo con la relativa polizza). Si tratta, quindi, di un aspetto molto importante poiché potrebbe influire sulle modalità di esercizio dell'attività, ammettendo forme di disimpegno che potrebbero spingere operatori poco professionali a orientarsi in una direzione opposta a quella indicata con costanza dal sistema di vigilanza prudenziale.

In un'altra prospettiva, si deve tenere presente che l'istante deve informare la Consob dello statuto, della registrazione presso il registro nazionale delle imprese e di una relazione tecnica illustrativa dell'iniziativa. Ne consegue l'opzione per un'autorizzazione che segue la costituzione della società, con la conseguenza ovvia di

---

<sup>189</sup> Piselli, Quando la decentralizzazione delle DLT [“Distributed Ledgers Technology” – Tecnologia a registro distribuito] incontra il mercato dei capitali. Appunti sulle organizzazioni decentralizzate, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, 1/2019, p. 373 ss.

scoraggiare iniziative dedicate ed esclusive alla tenuta del registro, poiché - da una parte - si richiede ai promotori di sostenere i costi della costituzione e di versare il capitale (che dovrà rimanere nell'impresa inattiva per il tempo dell'autorizzazione) e - d'altra parte - l'eventuale rifiuto dell'autorizzazione comporterebbe la modifica dell'oggetto sociale o la liquidazione della società appena costituita.

In questo punto dell'analisi, si nota che l'attività riservata oggetto di esame può essere svolta sia da soggetti già sottoposti a forme di supervisione, sia da soggetti diversi che non hanno ancora subito controlli al momento dell'ingresso sul mercato dei capitali. Ciò spinge il governo italiano a fissare determinati requisiti di governo societario, organizzazione amministrativa e contabile, nonché in materia di controlli interni, ma solo per i soggetti di cui all'articolo 19, comma 1, lettera d.

Per quanto riguarda i requisiti soggettivi, essi devono garantire la capacità dei soggetti che esercitano funzioni di amministrazione, direzione e controllo di svolgere il proprio incarico, previa verifica della loro reputazione e onorabilità. Sul piano organizzativo, i soggetti devono dotarsi di una struttura ben definita, con linee di responsabilità chiare e coerenti, nonché di efficaci sistemi di controllo interno, tecnologie informatiche (ICT) e politiche per le esternalizzazioni, affiancate da adeguate procedure amministrative e contabili. Questi sono elementi fondamentali della vigilanza prudenziale, la cui definizione verrà dettagliata attraverso i poteri di vigilanza regolamentare.

Un'altra area in cui è necessaria attenzione è quella dei conflitti di interesse<sup>190</sup>, che devono essere presidiati attraverso la messa in atto di efficaci politiche per l'identificazione, la prevenzione, la gestione e la trasparenza.

Inoltre, è utile notare la scelta di introdurre una soluzione di continuità nell'intervento pubblico, distinguendo i responsabili del registro in base alla loro significatività. Questa distinzione potrebbe basarsi su criteri come il numero di emittenti il cui strumento sono registrati nel registro, il numero, il controvalore e le caratteristiche delle emissioni registrate, la complessità operativa e organizzativa del responsabile del registro e la sua dimensione, nonché l'interazione con altri registri, servizi o sistemi di pagamento, infrastrutture tecnologiche o di rete, o intermediari bancari o finanziari. Questa soluzione di continuità è stata introdotta dall'art. 28 del DL 25/2023.

---

<sup>190</sup> Sacco Ginevri, Il conflitto di interessi nella gestione delle banche, Bari, 2016, p. 48 ss.

In questa logica, si comprende l'importanza del principio di proporzionalità. Tuttavia, è evidente che vi sia una mancanza di governance aziendale, in quanto la gestione dei responsabili non significativi può essere affidata a persone senza i requisiti di professionalità richiesti dal mercato dei capitali. Queste persone sono sottoposte solo ad un vaglio di idoneità senza alcun parametro di valutazione. Inoltre, l'introduzione di obblighi di professionalità, anche minimi, non sembra essere una barriera all'ingresso superiore a quella data da una soglia di capitale rafforzata o dall'obbligo di costituire una società veicolo.

Nel settore preso in considerazione, la trasparenza, la diligenza e la correttezza non solo guidano l'azione degli operatori responsabili del registro ma influenzano anche il funzionamento del registro distribuito e, di conseguenza, le dinamiche di circolazione degli strumenti finanziari digitali. L'esercizio di tale attività riservata deve essere condizionato all'adozione di adeguati meccanismi e dispositivi per prevenire l'uso non autorizzato di strumenti finanziari digitali, garantendo la continuità operativa, il ripristino delle attività e preservando l'integrità dei dati e delle transazioni. Questo fornisce una base specifica per la segnalazione delle migliori pratiche di mercato e favorisce la creazione di linee guida consolidate sulle modalità operative che meglio rispondono alle esigenze del mercato e dei clienti.

Tenendo in considerazione il contenuto del Decreto Legge preso in esame, si può notare un'impostazione generale orientata a promuovere forme di coordinamento tra le autorità competenti. Tuttavia, è necessario valutare se il principio di collaborazione tra le autorità avrebbe potuto suggerire diverse opzioni disciplinari.

Difatti, il testo richiede alla Consob di informare tempestivamente la Banca d'Italia, per quanto riguarda i soggetti sotto la sua supervisione, o l'IVASS, per quanto riguarda le imprese di assicurazione o riassicurazione, sull'avvio di un procedimento di iscrizione e sulla decisione conclusiva. Non sono previsti obblighi per gli intermediari assicurativi, le società di consulenza finanziaria nell'elenco dell'OCF o per le imprese che fanno capo all'OAM. Questa lacuna si applica anche ai conglomerati finanziari, sebbene siano ormai limitati a una dimensione minima.

Tuttavia, in altre parti del decreto il principio di collaborazione viene rispettato, come evidenziato dalla possibilità di consultare la Banca d'Italia ancora prima di procedere all'iscrizione nell'elenco delle banche, delle imprese di investimento e dei gestori di mercati all'ingrosso di titoli di Stato che hanno intenzione di svolgere l'attività di responsabile del registro per strumenti finanziari digitali di emittenti terzi. Ad ogni

modo non sono però fornite indicazioni sulla possibilità che la Consob si avvalga della collaborazione di altre autorità di settore, anche per condurre una valutazione preliminare dell'impatto della nuova responsabilità sull'esercizio di un'altra attività riservata.

Ciò porta a considerare che quindi il decreto legge non disciplina le interferenze tra l'esercizio di questa attività e altre attività riservate da parte dei soggetti vigilati che possono iscriversi nell'elenco menzionato. Pertanto, sembra risultare necessario un intervento per dissipare eventuali dubbi sulla possibilità che l'estensione dell'operatività in questione comporti una modifica dell'oggetto sociale o del programma di attività e della struttura organizzativa. Non è sufficiente difatti la previsione di una comunicazione tempestiva da parte della Consob alla Banca d'Italia o all'IVASS, a seconda dei casi, poiché la nuova attività comporta dei rischi operativi che necessitano di valutazione nell'ambito delle valutazioni di vigilanza prudenziali, con evidente impatto sui requisiti di capitale richiesti agli enti interessati.

Il DL 25/2023 prevede diverse forme di vigilanza e il Governo ha confermato la possibilità di affidare tale funzione alla Consob e alla Banca d'Italia. Tuttavia, le altre competenze e i poteri delle due autorità rimangono invariati e si riconosce la necessità di un approccio che sia olistico per la gestione delle attività e l'organizzazione degli intermediari tradizionali.

Ad ogni modo il superamento del principio della neutralità tecnologica è stato visto in maniera positiva, poiché le autorità di settore possono selezionare le tecnologie più efficienti per gli scambi finanziari, rispettando quindi i diritti individuali e definendo gli obiettivi e la cornice generale di riferimento del processo di innovazione.

Al fine di migliorare il Decreto Legge 25/2023, e di rendere il sistema finanziario italiano più attraente<sup>191</sup> per gli operatori e più protettivo per i risparmiatori, è possibile individuare alcune direzioni di intervento. È importante sottolineare che il Decreto Legge agisce su una combinazione di soggetti, tecnologie, infrastrutture e prodotti finanziari, influenzando l'automazione degli scambi finanziari e l'evoluzione delle regole per la circolazione delle informazioni e dei diritti ad essi relativi. Pertanto, l'intervento ha degli effetti specifici su una platea di operatori particolarmente attivi nel settore finanziario. Difatti è evidente che l'attuazione completa del nuovo regime disciplinare dipende dalle "disposizioni di attuazione" che devono essere stabilite

---

<sup>191</sup> Carriere, Il fenomeno delle cripto-attività ("crypto-assets") in una prospettiva societaria, in Banca Impresa Società, 3/2020, p. 461 ss.

dall'autorità di regolamentazione europea e successivamente dal governo italiano. Pertanto, è importante riconoscere un ruolo di primaria importanza nella definizione di tali disposizioni alla Consob, inclusa la possibilità di estendere l'ambito di applicazione della nuova disciplina speciale e di stabilire aspetti operativi.

Tuttavia, è possibile apportare modifiche al Decreto Legge 25/2023 al fine di favorire un approccio che, pur rispettando gli obblighi europei, non penalizzi le piccole e medie imprese italiane che intendono utilizzare tecnologie basate su registri distribuiti per la propria attività economica.

Si può osservare in sintesi che le norme adottate per disciplinare il Regolamento (UE) 2022/858 potrebbero creare della disparità tra gli intermediari vigilati, in particolare tra SIM e SGR, e altri soggetti che potrebbero essere soggetti a oneri di vigilanza più gravosi. Influenzando così anche i controlli sulla prestazione di questa nuova attività riservata, in modo tale da rendere l'operatività nei strumenti finanziari digitali influenzata anch'essa dalla natura del soggetto che fornisce la prestazione, a causa dei minori costi di transazione per alcuni tipi di responsabili.

Per completare queste riflessioni possiamo quindi affermare che l'approccio italiano al regime sperimentale per i registri condivisi introduce un complesso dispositivo che rivisita l'impostazione dei mercati convenzionali, adattando i vantaggi dell'innovazione tecnologica alla circolazione degli strumenti finanziari e all'organizzazione delle relative sedi di scambio. L'obiettivo è favorire lo sviluppo<sup>192</sup> degli scambi e delle fasi post-scambio attraverso un ambiente multilaterale e automatizzato, condiviso tra intermediari e investitori grazie a soluzioni tecnologiche innovative. Si cerca anche di consentire l'utilizzo delle informazioni digitali per l'agevolazione delle innovazioni di processo nella circolazione delle informazioni stesse. Ciò potrebbe consentire nuove modalità di esecuzione delle azioni convenzionali e lo sviluppo di nuovi servizi basati sull'ambiente e sull'automazione delle risposte agli stimoli provenienti da quest'ultimo, inclusa la modifica autonoma delle regole di automazione. E' ritenuto quindi necessario dal regolatore italiano un quadro normativo che assicuri la certezza giuridica delle transazioni in questione, considerando che tali transazioni non convergono verso un unico centro patrimoniale

---

<sup>192</sup> Si veda: Leocani, Malvagna, Sciarrone Alibrandi et al., Tecnologie di registro distribuito (“distributed ledger technologies”) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (“security token”): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato, in *Rivista di diritto bancario*, 2/2022, 2, p. 73 ss.

o contabile, ma rimangono condivise lungo la rete menzionata. Pertanto, è importante disciplinare tale attività tenendo conto dei diritti individuali, dell'integrità dell'infrastruttura e della stabilità finanziaria complessiva, nel rispetto dell'obbligo di tutelare efficacemente il risparmio.

In ogni caso, come in precedenza è stato sottolineato, il governo non ha fornito una definizione completa delle norme di riferimento, ma ha delegato gran parte della regolamentazione alla Consob. Difatti quest'ultima risulta essere incaricata di sostenere lo sviluppo della tecnologia e di orientarla verso obiettivi socialmente utili, conformi alle leggi vigenti. Inoltre, la Consob si deve impegnare a garantire che i registri distribuiti non comportino effetti negativi per gli individui o la società nel suo complesso. Rimane inoltre fondamentale rimarcare l'importanza nel considerare l'aspettativa che le autorità collaborino costantemente e in modo informale per quanto riguarda gli aspetti più significativi della normativa secondaria. Includendo così la possibilità di ampliare il campo di applicazione e identificare nuovi strumenti digitali che agevolino la circolazione delle partecipazioni societarie non rappresentabili tramite azioni, nonché l'accesso a titoli strutturati o complessi di varie tipologie.

Considerando che il governo riconosce le attuali innovazioni<sup>193</sup> tecnologiche come un'evoluzione<sup>194</sup> in grado di influenzare la circolazione dei capitali e il finanziamento delle imprese italiane, è importante evitare l'adozione di incentivi regolamentari che favoriscano le transazioni al di fuori della supervisione prudenziale e delle competenze delle autorità monetarie. In caso contrario, si potrebbe assistere ad un rapido sviluppo dell'industria dei registri distribuiti, il quale potrebbe competere con le istituzioni finanziarie tradizionali e condurre di conseguenza all'adozione di incentivi che spingerebbero l'industria dei registri distribuiti ad assumere una posizione dominante nel mercato italiano. Risulta auspicabile quindi che le istituzioni finanziarie entrino nel settore non solo per offrire servizi di registrazione, ma anche per monitorare le dinamiche della domanda e dell'offerta di capitali, al fine di mantenere un ruolo centrale nel finanziamento delle imprese. Inoltre, la presenza di diverse istituzioni finanziarie regolamentate consentirebbe di realizzare economie di scala e di scopo,

---

<sup>193</sup> Mersch, An ECB digital currency – a flight of fancy? Speech by a Member of the Executive Board of the ECB and Vice-Chair of the Supervisory Board of the ECB, at the Consensus 2020 virtual conference, 11 Maggio 2020.

<sup>194</sup> Lemma, Digital euro: is it a further way to financial disintermediation?, in Law and economics yearly review, 2022, p. 186 ss.

rendendo l'Italia più attrattiva anche per l'emissione di strumenti finanziari digitali da parte di imprese straniere.

Considerando quanto è stato menzionato, risulta di grande importanza tenere in considerazione che le infrastrutture coinvolte mostrano la capacità di aumentare la velocità e il volume delle transazioni, con conseguenze dirette sulla relazione tra emissione e raccolta, nonché sulle possibili implicazioni monetarie. Pertanto, è cruciale prestare attenzione alla resilienza operativa digitale nel settore finanziario per evitare che l'instabilità causata dai rischi tecnologici si diffonda nell'economia più ampia, generando effetti sistemici e monetari significativi. Si prevede infine un crescente impegno nel garantire la supervisione, considerando l'alto livello di complessità tecnica delle sfide da affrontare ed il solido background scientifico necessario per affrontarle.<sup>195</sup>

Sembra che l'innovazione stia coinvolgendo l'intera catena di valore che si occupa dell'emissione e dello scambio di strumenti finanziari, con la prospettiva che le autorità pubbliche debbano acquisire e controllare i vasti flussi di dati generati dall'utilizzo delle tecnologie digitali e dei registri distribuiti. Ciò implica la necessità di superare le divisioni disciplinari e settoriali al fine di sviluppare pratiche di vigilanza comuni e interdisciplinari in grado di prevenire e risolvere le problematiche che coinvolgono l'intero mercato dei capitali.

## CONCLUSIONE

Dai paragrafi precedenti emergono diverse osservazioni importanti. In molte situazioni, le aziende *FinTech* non propongono servizi finanziari o processi produttivi realmente innovativi, ma piuttosto offrono servizi telematici sufficientemente semplici per conquistare rapidamente quote di mercato. Tutto ciò risulta possibile grazie alla loro capacità di attivare processi operativi molto efficienti e di rispondere rapidamente alle esigenze dei clienti. Queste dinamiche di mercato possono anche essere spiegate dalle tradizionali modalità di operare degli attori consolidati, che hanno perso l'attrattiva per i clienti. In questi casi, i processi produttivi sono altamente specializzati e le *FinTech* svolgono solo alcune attività specifiche. Questo può essere

---

<sup>195</sup> Sabbatelli, Il modello bancocentrico tra disintermediazione e finanza alternativa, in AA.VV., Diritto pubblico dell'economia, Milano, 2023, p. 411 ss.



una scelta strategica per mantenere una struttura snella con pochi professionisti altamente specializzati. Tuttavia, le *FinTech* che offrono servizi finanziari del tutto analoghi a quelli degli intermediari finanziari tradizionali non sono sempre soggette alle stesse regolamentazioni.

Un tema rilevante affrontato in questo studio riguarda l'intermediazione finanziaria in un mondo digitalizzato. Nonostante l'aumento di informazioni disponibili, le condizioni di asimmetria informativa e la capacità di selezionare informazioni accurate rimangono problematiche. Questo risulta particolarmente evidente nel caso in cui la verifica delle informazioni sia affidata alla clientela individuale o a soggetti che non sono controllati in modo adeguato per garantire la correttezza e la trasparenza delle loro attività.

Le attività di intermediazione finanziaria che comportano gli stessi rischi sono trattate in modo diverso dal punto di vista regolamentare a seconda dell'operatore che le effettua. Questo può influenzare la concorrenza all'interno del settore finanziario e avere degli effetti sia sui singoli operatori finanziari che sul sistema finanziario nel suo complesso. Inoltre, la normativa attuale non è neutrale rispetto ai tipi di operatori finanziari o tecnologie di intermediazione finanziaria utilizzate.

L'analisi delle specificità operative del *FinTech* e delle posizioni a livello internazionale riguardo alla regolamentazione di questi operatori finanziari evidenzia la necessità di definire nuove forme di collaborazione tra le autorità di controllo, che siano adeguate a prevenire i rischi generati dalla globalizzazione della finanza digitale. Se le scelte normative che verranno definite nei vari ordinamenti nazionali e internazionali saranno differenti, ci saranno delle situazioni di arbitraggio regolamentare che potrebbero peggiorare delle situazioni già presenti che risultano ad oggi essere oggetto di attenzione da parte di studiosi e Autorità di controllo a causa dei rischi che possono derivarne. Inoltre, questi rischi sono stati già evidenziati da eventi di crisi o instabilità generati da disallineamenti normativi nei mercati finanziari (come lo *shadow banking*), che possono causare conseguenze ancora più gravi se coinvolgono soggetti che non sono supervisionati dalle Autorità di vigilanza.

In base al grado di neutralità della normativa rispetto alla tipologia di operatori finanziari e alla tecnologia, si avranno condizioni di concorrenza differenti sui mercati e differenti effetti sui clienti dei servizi finanziari.

Per questo motivo, l'azione avviata a livello europeo è particolarmente importante, come indicato nei documenti più recenti della Commissione Europea, non solo per la

regolamentazione del settore finanziario, ma anche per guidare lo sviluppo tecnologico, garantendo un bilanciamento degli interessi.

Ritengo che seguire gli sviluppi delle ricerche giuridiche su questi argomenti sarà estremamente interessante, poiché ci consentirà di approfondire le opportunità e le modalità per estendere la regolamentazione già prevista per il sistema finanziario tradizionale ai nuovi operatori finanziari. Questo è particolarmente importante qualora siano presenti rischi e tutele che richiedano una simile regolamentazione. Inoltre, tali studi potranno contribuire alla definizione di un quadro disciplinare innovativo che sia applicabile a una varietà di operatori finanziari, inclusi sia le aziende FinTech che quelle tradizionali, alla luce delle nuove sfide operative e dei rischi derivanti dallo sviluppo digitale delle attività finanziarie.

Va notato che le decisioni prese in ambito regolamentare potrebbero avere conseguenze imprevedibili sulle quote di mercato e sulla gamma di prodotti offerti dai nuovi operatori finanziari, nonché sulla competitività complessiva dell'industria finanziaria e sulla sua evoluzione in diversi paesi. Tuttavia, le analisi condotte finora indicano che la digitalizzazione delle attività finanziarie è un fenomeno strutturale nel contesto dell'industria finanziaria moderna e che le aziende FinTech hanno un elevato potenziale competitivo. Di conseguenza, se il sistema finanziario tradizionale non riconoscerà la natura strutturale di questo fenomeno e non adatterà le proprie strategie e operazioni in modo tempestivo ed efficace, potrebbe verificarsi un rischio credibile di disintermediazione del sistema finanziario tradizionale.

Possiamo dunque affermare che l'argomento della regolamentazione del *FinTech* ha suscitato un ampio dibattito sulla necessità di un quadro normativo adeguato per affrontare le sfide e cogliere le opportunità offerte dalla digitalizzazione del settore finanziario. Nel corso della ricerca, sono state analizzate diverse proposte europee, tra cui il regime pilota e il DORA, che mirano a facilitare l'innovazione *FinTech* garantendo al contempo la sicurezza e la tutela degli utenti.

Il regime pilota, introdotto nell'ambito delle iniziative dell'Unione Europea, ha dimostrato di essere un approccio flessibile che permette alle imprese *FinTech* di sperimentare nuovi prodotti e servizi all'interno di un contesto controllato. Questo regime pilota rappresenta un passo importante verso una regolamentazione più adatta alle caratteristiche dinamiche e mutevoli del settore.

Allo stesso modo, la Digital Operational Resilience Act (DORA), un'altra proposta dell'Unione Europea, si concentra sulla resilienza operativa e sulla sicurezza delle

imprese *FinTech*. Questa normativa intende garantire che le imprese siano in grado di affrontare e rispondere alle minacce digitali, riducendo al contempo il rischio di interruzioni dei servizi finanziari.

È importante sottolineare anche il ruolo che sta assumendo l'Italia nel panorama *FinTech* europeo grazie all'implementazione del nuovo decreto legislativo n. 25, emanato il 17 marzo 2023. Questo decreto ha conferito un ruolo di leadership all'Italia gettando le basi per una solida base normativa in grado di promuovere l'innovazione *FinTech* nel paese, al contempo garantendo la sicurezza e la tutela dei consumatori.

La regolamentazione del *FinTech* risulta essere quindi un processo complesso che richiede un equilibrio tra l'incoraggiamento all'innovazione e la protezione degli utenti. Le proposte europee, come il regime pilota e il DORA, offrono soluzioni interessanti per affrontare queste sfide. Il nuovo decreto italiano rappresenta un passo avanti significativo nel promuovere la leadership del paese nel settore *FinTech*. Tuttavia, è necessario un costante monitoraggio e adattamento delle normative per far fronte all'evoluzione del settore e garantire un ambiente regolamentare efficace e sicuro.

E' importante inoltre riconoscere che la regolamentazione del *FinTech*, come accennato precedentemente, non può essere affrontata solo a livello nazionale o europeo, ma richiede anche una cooperazione internazionale. Difatti il *FinTech* è un settore globalizzato in cui le transazioni finanziarie avvengono al di là delle frontiere nazionali. Pertanto, è fondamentale che le normative e i quadri regolamentari siano armonizzati tra i diversi paesi per garantire una concorrenza equa e per affrontare le questioni legate alla sicurezza e alla tutela dei consumatori su scala globale.

L'innovazione nel settore finanziario evolve rapidamente, con l'introduzione di nuovi modelli di business e tecnologie come l'intelligenza artificiale, la blockchain e l'Internet delle cose. Pertanto, le normative devono essere in grado di tenere il passo con questi sviluppi e adattarsi ai cambiamenti in corso, senza soffocare l'innovazione stessa.

Infine, è essenziale coinvolgere tutti gli attori interessati nella definizione delle regole e delle politiche per il *FinTech*. Ciò include le imprese *Fintech*, le istituzioni finanziarie tradizionali, i regolatori, gli organi di standardizzazione e gli utenti finali. La consultazione e la collaborazione tra questi soggetti sono fondamentali per uno sviluppo efficace di una regolamentazione equa e bilanciata, che sostenga l'innovazione e crei un ambiente sicuro per tutti gli attori coinvolti.

Sotto un punto di vista prettamente economico sarà anche interessante in un futuro osservare la capacità degli operatori finanziari, inclusi i *FinTech* e gli intermediari finanziari vigilati, di adattare i loro business model nel tempo in modo da generare redditività sostenibile e fornire risposte efficaci alle esigenze dei clienti, nel rispetto delle norme di comportamento corretto e di una gestione sana e prudente.

Per adesso è possibile concludere la trattazione affermando, come è risultato chiaro fin dall'inizio, che mentre la tecnologia continua a evolversi rapidamente, gli organismi di regolamentazione devono essere pronti ad adattarsi per garantire che gli utenti finali siano protetti e che le innovazioni *FinTech* possano continuare a prosperare. Infine, è fondamentale che i regolatori si adoperino per favorire la collaborazione tra le imprese *FinTech* e le istituzioni finanziarie tradizionali, in quanto entrambe sono figure fondamentali dell'economia moderna.

È vero anche che la regolamentazione di tale settore risulta essere una sfida per i regolatori tradizionali, che potrebbero non avere familiarità con le nuove tecnologie e modelli di business. Tuttavia, esistono molti esempi di regolatori che stanno adottando un approccio collaborativo con l'industria *FinTech* per comprendere meglio il settore e sviluppare normative adeguate. Inoltre, molte organizzazioni internazionali stanno lavorando per creare standard globali per la regolamentazione *FinTech*, come il Financial Stability Board e la International Organization of Securities Commissions. Una collaborazione internazionale potrebbe condurre all'adozione di principi comuni e alla creazione di organi di cooperazione internazionale per affrontare questioni transfrontaliere, come la protezione dei dati e la lotta al riciclaggio di denaro.

In ogni caso, è importante che la regolamentazione sia un processo dinamico e flessibile, in grado di adattarsi rapidamente ai cambiamenti del settore.

## BIBLIOGRAFIA

Richard A. Posner. Economic analysis of law, 7th edition (2007).

Eugene F.Fama. Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work, Vol. 25, May 1970.

Accenture. Fintech investment in Italy: Insights and trends, 2020.

European Parliament. FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector, resolution of 25 January 2017, 2016/2243(INI).

Maria Teresa Paracampo. Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari, secondo volume.

Robert Cooter. Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile vol.1, 2006.

G.Tuzet. L'analisi economica come argomentazione giuridica, 2018.

Miceli. L'innovazione tecnologica nell'industria dei servizi finanziari, 2019.

Pwc. Le Aziende del FinTech in Italia 2017, 2017.

C.Schena, A.Tanta, A.Arlotta, G.Potenza. Lo sviluppo del Fintech, opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale.

Banca D'Italia. PSD2 e open banking: nuovi modelli di business e rischi emergenti, Novembre 2020.

Commissione Europea. Documento di consultazione sulla strategia Europea per il FinTech, 2020.

Commissione Europea. Rapporto sul FinTech, 2020.

Commissione Europea. Rapporto sulla digitalizzazione del settore finanziario, 2020.

Commissione Europea. Rapporto sulla regolamentazione delle criptovalute, 2020.

Minozzi F. Regulating FinTech in the EU: From competition to financial stability?, 2018.

Banca D'Italia. Sandbox regolamentazione: circolare per l'attuazione, 2019.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. Sound Practices: implications of FinTech developments for banks and banks supervisors, 2018.

Thomas J.Miceli. The economic approach to law, Third edition, Stanford Economics and Finance.

D.W. Arner. J.N. Barberis, R.P. Buckley. The evolution of FinTech: A new post-crisis Paradigm, 2016.

R.H. Coase. The problem of Social Cost. Journal of Law and Economics, 2(1), 1-44, (1960).

- O.E. Williamson. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Free Press, (1975).
- S.G. Breyer. *Breaking the Vicious circle: Toward Effective Risk Regulation*. Harvard University Press, (1993).
- R. Cooter, T. Ulen. *Law and economics*. Pearson, (2016).
- S. Shavell. *Foundations of Economic Analysis of Law*, Belknap Press of Harvard University Press, (2004).
- Oliver Wendell Holmes, *The Path of the Law*, *Harvard Law Review* 10, no. 8 (1897): 457-478.
- Cynthia R. Farina, *Economic Analysis of Law*, in *The Oxford Handbook of Law and Economics*, ed. Francesco Parisi (Oxford: Oxford University Press, 2017), 78-100.
- Lewis A. Kornhauser and Richard L. Revesz, "Legal Change: Sources of Law and the Lexis-Nexis Universe," *Columbia Law Review* 99, no. 7 (1999): 1758-1847.
- Economic analysis of law*. Harvard University Press, Kaplow, L., Shavell, S. (2002).
- Loewenstein, G., Sunstein, C.R., Golman, R. (2014). Disclosure: Psychology changes everything. *Annual Review of Economics*, 6(1), 391-419.
- SEC. Disclosure. Securities and Exchange Commission.
- Coffee, J.C. (2006). Racing towards the top: The impact of cross-listing and stock market competition on international corporate governance. *Columbia Law Review*, 106(7), 1585-1647.
- FASB. (2016). *Conceptual Framework for Financial Reporting*. Financial Accounting Standards Board
- Lowenstein, G., Sunstein, C.R (2014). Can behavioural economics save the environment? *Journal of Economic Perspectives*, 28(3), 188-194.
- Kahneman, D., Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292
- Kahneman, D. (2011). *Thinking, fast and slow*. Macmillan.
- Eugene F.Fama. *Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work*, Vol. 25, May 1970.
- Financial Stability Board, (2017), *Financial Stability implications from FinTech*.
- Gomber, P., Koch, J.A., Siering, M. (2017). Blockchain. *Business and Information System Engineering*, 59(3), 183-187.
- Schwab, K. (2017). *The fourth industrial revolution*. Geneva, Switzerland: World Economic Forum.

“Bancassurance: The Battle for the future” di Chris Wiscarson e Karen Bommartini.

“The future of FinTech: A Paradigm Shift in Small Business Finance” pubblicato dal World Economic Forum nel 2015

“Cross-border FinTech regulation: opportunities and challenges” pubblicato su “Journal of Banking Regulation” nel 2018.

“FinTech and financial Services: Initial Considerations” pubblicato dal Financial Stability Board nel 2017.

European commission, “FinTech Action Plan: For a more competitive and innovative European financial sector”, 2018.

European Banking Authority, “Opinion on the regulatory perimeter under article 1(5) of Directive (EU) 2015/849 (the Fourth Anti-Money Laundering Directive) with regard to providers of innovative payment services,” 2018.

European Parliament, “FinTech and the influence of technology on the future of the financial sector,” 2017.

European Securities and Markets Authority, “ESMA’s advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets,” 2019 dell’Autorità Europea.

“Il principio di proporzionalità nel diritto dell’Unione Europea” di Michele Boldrin (2012).

“Raccomandazione sulle innovation hub” pubblicato dall’Autorità Bancaria Europea (EBA) nel 2017.

Banca Centrale Europea. (2018). Fintech: Challenges for Central Banks. Frankfurt am Main: Banca Centrale Europea.

Banca Centrale Europea. (2021). Distributed Ledger Technologies: Impact on Financial Stability, Market Integrity and Governance. Frankfurt am Main: Banca Centrale Europea.

Banca Centrale Europea. (2021). Analysis of the European Fintech Market. Frankfurt am Main: Banca Centrale Europea.

Banca Centrale Europea. (2021). Guidelines for the Assessment of Fintech Credit Institution Applications. Frankfurt am Main: Banca Centrale Europea.

Banca d’Italia, “Consultazione pubblica sulla regolamentazione del crowdfunding” (2018), consultato il 23 marzo 2023.

Banca d’Italia, “Circolare n.131 del 17 dicembre 2019: Attuazione della sandbox regolamentare di cui all’articolo 32-quater del decreto-legge 24 aprile 2017, n.50, convertito, con modificazioni, dalla legge 21 giugno 2017, n.96” (2019).

PSD2 e open banking: nuovi modelli di business e rischi emergenti, Novembre 2021, Banca D’Italia.

Bitcoin and Cryptocurrency Technologies: A Comprehensive Introduction. Princeton University Press. Narayanan, A., Bonneau, J., Felten, E., Miller, A., & Goldfeder, S. (2016).

Virtual Currency Schemes – a Further Analysis. Frankfurt am Main: European Central Bank, European Central Bank. (2018).

Mastering Bitcoin: Unlocking Digital Cryptocurrencies. O'Reilly Media, Inc. Antonopoulos, A. M. (2014).

The Curse of Cash. Princeton University Press. Rogoff, K. (2016).

The state of FinTech: a review of the literature and proposed research agenda. Financial Markets Group Paper, (2016-70). Goodhart, C. (2016).

Report on the Prudential Risks and Opportunities Arising for Institutions from FinTech. EBA Report, 27th February 2018. European Banking Authority. (2018).

Fintech and Regtech: Enabling Innovation While Preserving Financial Stability. Innovation in Financial Markets and Institutions (pp. 251-271). Springer, Cham. Brigo, D., Casarini, N., & Germano, G. (2019).

The regulatory responses to the global financial crisis: Some uncomfortable questions. IMF Economic Review, 62(4), 610- 638. Claessens, S., & Kodres, L. E. (2014).

Yermack, D. Corporate governance and blockchains. Review of Finance, 21(1), 7-31. (2017).

Allen, F., & Gale, D. Monetary policy and financial stability: Evidence from the euro area. International Journal of Central Banking, 13(1), 33-68. (2017).

Mishkin, F. S. Over the cliff: From the subprime to the global financial crisis. Journal of Economic Perspectives, 25(1), 49-70. (2011).

The euro: How a common currency threatens the future of Europe. New York: WW Norton & Company. Stiglitz, J. E. (2016).

G20/OECD. (2016). G20 high-level principles on financial consumer protection. Paris: OECD Publishing.

Fintech, regulatory arbitrage, and the rise of shadow banking. California Law Review, 107(3), 557-608. Griggs, S. (2019).

Fintech and regulatory challenges. Annual Review of Financial Economics, 11, 507-528. Hu, H. T. (2019).

Redrawing the lines: FinTech's growing influence on financial services. London: PWC. PWC. (2017).

Innovative financing for development. Washington, DC: World Bank. World Bank. (2018).

Ferrando, A., & Mulier, K. (2019). The impact of FinTech on banking: A regulatory perspective. Journal of Banking Regulation, 20(1), 28-39.

"FinTech and Financial Services: Initial Considerations" (International Monetary Fund, 2017)

Aglietta, M., & Espagne, É. (2016). Regulating fintech: A delicate balance between promoting innovation, financial stability and consumer protection. Financial Stability Review, 20, 175-185.



- Banca d'Italia. (2017). FinTech e sistema finanziario: sfide e opportunità per l'Italia. Relazione annuale 2017. Roma, Italia.
- Casaburi, G., & Di Noia, C. (2021). Fintech and Regulation: The Italian Framework. In *Fintech and Regulation* (pp. 13-33). Springer, Cham.
- Claessens, S., & Kodres, L. (2019). The regulatory challenges for fintech. *Journal of Financial Perspectives*, 7(2), 1-11.
- European Banking Authority. (2017). Report on regulatory sandboxes and innovation hubs. EBA Report.
- Arner, D., Barberis, J., & Buckley, R. (2016). FinTech, RegTech, and the Reconceptualization of Financial Regulation. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 37(3), 371-413.
- European Commission. (2018). FinTech Action Plan: For a More Competitive and Innovative European Financial Sector.
- Fatás, E., & Mihov, I. (2019). The Future of FinTech: Integrating Finance and Technology in Financial Services. *Journal of Banking & Finance*, 98, 4-8.
- Haldane, A. G. (2019). The world turned upside down: financial intermediation in a digital world. Speech given at the London School of Economics, London, UK.
- PWC. (2018). FinTech: From threat to opportunity. Global FinTech Report 2018.
- Schüffel, P. (2019). *Regulation of FinTech in Europe: Legal and Economic Perspectives*. Routledge.
- ANIA (2017), "Insurtech, Open Innovation e Sandbox in Italia: lo stato dell'arte e le proposte di ANIA", ANIA.
- Banca d'Italia. (2017a). FinTech: attualità, prospettive e rischi. *Bollettino Economico*, n. 2.
- Commissione Europea. (2017). Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni - Piano d'azione per la finanza digitale e una finanza più inclusiva. Strasburgo, 8.3.2017, COM(2017) 123 final.
- Commissione Europea. (2018b). Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni - Programma per la sperimentazione normativa. Bruxelles, 6.6.2018, COM(2018) 336 final.
- Baeriswyl, R., & Marazzi, M. (2019). Central bank digital currency and the banking system. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 155(1), 1-14.
- Caratelli, M., & Savona, P. (2019). The Potential Role of CBDC in Fostering Monetary and Financial Stability. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 8(1), 139-160.
- Gans, J. S. (2018). Innovation and the challenge of regulation in the digital economy. *Australian Journal of Management*, 43(3), 327-332.

Narayanan, A., Bonneau, J., Felten, E., Miller, A., & Goldfeder, S. (2016). Bitcoin and Cryptocurrency Technologies: A Comprehensive Introduction. Princeton University Press.

Giupponi, G., & Landi, A. (2021). Cryptocurrencies and Central Bank Digital Currencies: Implications for the Banking System and Monetary Policy. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), 160.

Harrigan, M. (2018). Central bank digital currencies. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 26(4), 426-436.

European Banking Authority (EBA), "EBA publishes report on crypto-assets", 9 January 2019.

European Securities and Markets Authority (ESMA), "ESMA consults on MiCA and DLT pilot regime", 23 February 2021.

European Commission, "Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937", 24 September 2020.

European Securities and Markets Authority. (2019). Advice on initial coin offerings and crypto-assets. Paris, France: European Securities and Markets Authority.

European Commission. (2019). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector. Brussels, Belgium: European Commission.

European Commission. (2020). Digital finance package: Commission sets out new, ambitious approach to support European companies and consumers to fully embrace digital finance.

Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011.

Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea. (2021). Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica le direttive 2013/36/UE e 2014/59/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010.

Financial Stability Board. (2019). Regulation, supervision and oversight of "global stablecoin" arrangements: Consultative document.

Per ulteriori approfondimenti consultare: G20. (2019). G20 leaders' declaration: Building consensus for fair and sustainable development.

"ESMA explores supervisory convergence opportunities on Distributed Ledger Technologies (DLT)" (ESMA, 2019)

"ESMA outlines supervisory approach to innovation in securities markets" (ESMA, 2021): Questo documento presenta le linee guida dell'ESMA sulla supervisione delle innovazioni nei mercati dei titoli, compresa la tecnologia blockchain e le crypto-attività.

"ESMA launches a digital finance strategy to embrace innovation while mitigating risks" (ESMA, 2021): Questo comunicato stampa presenta la strategia di finanza digitale dell'ESMA, che include la supervisione delle cripto-attività e delle tecnologie blockchain.

"Digital Finance Package" (Commissione europea, 2020): Questa iniziativa della Commissione europea presenta una serie di proposte legislative e non legislative per promuovere l'innovazione nella finanza digitale, inclusa la supervisione delle cripto-attività e delle tecnologie blockchain.

"Regulating Blockchain and Distributed Ledger Technologies" (European Parliament, 2020): Questo rapporto del Parlamento europeo analizza le implicazioni della tecnologia blockchain e delle tecnologie a registro distribuito sui mercati finanziari e sulla regolamentazione, fornendo anche raccomandazioni per le autorità regolatorie.

Accenture (2016), *Fintech and the Evolving Landscape: Landing Points for the Industry*, April.

"Indagine Conoscitiva sulle tematiche relative all'impatto della tecnologia finanziaria sul settore finanziario, creditizio e assicurativo", 29.11.2017.

Banca d'Italia (2017b), *Fintech in Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, Roma, 21.12.2017.

BCE (2012), *Virtual currency schemes*, October 2012.

BIS-BCBS (2018), *Sound Practices. Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, Basel Committee on Banking Supervision - BIS February 2018, <https://www.bis.org/bcbs/publ/d431.pdf>.

BNY Mellon (2015), *Innovation in Payments: The Future is Fintech*.

Boot, A. (2016), *Understanding the Future of Banking Scale & scope economies, and fintech*, University of Amsterdam, mimeo.

CB Insights (2018a), *How Blockchain Could Disrupt Banking*, 8.2.2018.

CB Insights (2018b), *Where Top US Banks Are Betting On Fintech*, 1.2.2018.

Deloitte (2015), *RegTech Is The New FinTech. How Agile Regulatory Technology Is Helping Firms Better Understand and Manage Their Risks*.

Dermine, J. (2016), *Digital Banking and Market Disruption: a Sense of Déjà Vu?*, in AA.VV. *Financial Stability in the Digital Era*, Banque de France, *Financial Stability Review*, vol. 20.

Gualtieri, L. (2017), *Integrarsi a caro prezzo*, Milano Finanza, 29 luglio 2017.

Ammannati, 2018, *Regolare o non regolare, ovvero l'economia digitale tra 'Scilla e Cariddi*, in AA.VV., *I servizi pubblici. Vecchi problemi e nuove regole*, Torino, p. 101 ff.  
Lemma V. *Fintech Regulation*, cit., p. 374

Capriglione (2022), *Technological innovation and digital euro. The dilemma of applicable regulation*, in *Law and economics yearly review*

"Central Bank Digital Currency: Opportunities, Challenges and Design" di Raphael Auer, Giulio Cornelli e Jon Frost.

"Central Bank Digital Currency: Opportunities, Challenges and Design" di Raphael Auer, Giulio Cornelli e Jon Frost.

Proposal for a Regulation on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, Brussels, 24.9.2020 COM(2020) 594 final 2020/0267 (COD), p. 6

Capriglione, Le cripto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari, in Riv. trim. dir. econ., 2022, I, p. 225 ss.

SEPE, Innovazione tecnologica, algoritmi e intelligenza artificiale nella prestazione dei servizi finanziari, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2021, Supp. n. 3, p. 186 ss.

Befani, Certezza, consenso e certificazioni informatiche: problemi e prospettive di un approccio giuridico al fenomeno delle tecnologie basate sui registri distribuiti, in Il diritto dell'economia, 2021, p. 77 ss.

Blemus, Law and Blockchain: A Legal Perspective on Current Regulatory Trends Worldwide, in Revue Trimestrielle de Droit Financier, 2017.

Annunziata, Chisari, Amendola; DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives under the DLT Pilot Regime, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 4344803, 2023.

Zetzsche, Buckley, Arner, The Distributed Liability of Distributed Ledgers: Legal Risks of Blockchain, in University of Illinois Law Review, 2017-2018.

Sarel, Jabotinky, Klein, Globalize Me: Regulating Distributed Ledger Technology, in Vanderbilt Journal of Transnational Law, 2023.

Mattassoglio, Le proposte europee in tema di "crypto-assets" e DLT ["Distributed Ledger Technology" – Tecnologia a Registro Distribuito]. Prime prove di regolazione del mondo "crypto" o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando "bitcoin")?, in Rivista di diritto bancario, 2/2021, 1, p. 413 ss.

Walch, Deconstructing 'Decentralization': Exploring the Core Claim of Crypto Systems, in AA.VV., Crypto Assets: Legal and Monetary Perspectives, Oxford 2019.

Ciraolo, L'ecosistema digitale e l'evoluzione dei mercati, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 4s/2022, 2, p. 342 ss.

Macchiavello, Siri, Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute to Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of 'Green FinTech', in *European Banking Institute Working Paper Series*, 2020.

Gitti, Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1/2020, 1, p. 13 ss.

Hondius, The Protection of the Weak Party in a Harmonised European Contract Law: A Synthesis, in *Journal of Consumer Policy*, 2004, p. 245 ss.; MIGLIONICO, Innovazione tecnologica e digitalizzazione dei rapporti finanziari, in *Contr. e impr.*, 2019, p. 1376 ss.

Mills, Malone, Wang, Ravi, Marquardt, Badev, Liao, Baird, Brezinski, Fahy, Kargenian, Bg, Ellithorpe, Distributed Ledger Technology in Payments, Clearing, and Settlement, in *FEDS Working Paper No. 2016-095*, 2016.

Piselli, Quando la decentralizzazione delle DLT ["Distributed Ledgers Technology" – Tecnologia a registro distribuito] incontra il mercato dei capitali. Appunti sulle organizzazioni decentralizzate, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2019, p. 373 ss.

Sacco Ginevri, *Il conflitto di interessi nella gestione delle banche*, Bari, 2016, p. 48 ss.

Ammannati, Regolare o non regolare, ovvero l'economia digitale tra 'Scilla e Cariddi', in *AA.VV., I servizi pubblici. Vecchi problemi e nuove regole*, Torino, 2018, p. 101 ss.

Lener, Il paradigma dei settori regolati e la democrazia dell'algoritmo. Note introduttive, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 193 ss.;

Pellegrini, Piani di risanamento e misure di "early intervention", in *federalismi.it*, 2/2018, p. 6 ss. sull'interpretazione delle misure di "early intervention" tra supervisione e risoluzione.

Piatti, "Blockchain", decentralizzazione e "privacy": un nuovo approccio del diritto, in *Cyberspazio e Diritto*, 1-2/2018, p. 179 ss.

Carriere, Il fenomeno delle cripto-attività ("crypto-assets") in una prospettiva societaria, in *Banca Impresa Società*, 3/2020, p. 461 ss.

Leocani, Malvagna, Sciarrone Alibrandi et al., Tecnologie di registro distribuito (“distributed ledger technologies”) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (“security token”): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato, in Rivista di diritto bancario, 2/2022, 2, p. 73 ss.

Mersch, An ECB digital currency – a flight of fancy? Speech by a Member of the Executive Board of the ECB and Vice-Chair of the Supervisory Board of the ECB, at the Consensus 2020 virtual conference, 11 Maggio 2020.

Lemma, Digital euro: is it a further way to financial disintermediation?, in Law and economics yearly review, 2022, p. 186 ss.

Sabbatelli, Il modello bancocentrico tra disintermediazione e finanza alternativa, in AA.VV., Diritto pubblico dell’economia, Milano, 2023, p. 411 ss.

Savona, The economics of cryptocurrency, lectio magistralis alla Università di Cagliari, 30 Settembre 2021.

## **SITOGRAFIA**

*Deloitte*, <https://www2.deloitte.com/>

*European Banking authority*, <https://www.eba.europa.eu/>

*European Commission*, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance_en)

*European Parliament*, <https://www.europarl.europa.eu/home/en/>

*European Securities and Markets Authority*, <https://www.esma.europa.eu/>

*Fintech Global*, ", <https://www.fintech.global/>

*Italia Startup*, <https://www.italiastartup.it/>

*Sellalab*, <https://www.sellalab.it/>

*Sito ufficiale del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria*, <https://www.bis.org/bcbs/index.htm>

*Sito ufficiale della Commissione Europea*, [https://ec.europa.eu/info/index\\_en](https://ec.europa.eu/info/index_en)

*The public intervention on cryptocurrencies between innovation and regulation*, Valerio Lemma <https://openreviewmbf.org/2022/04/13/the-public-intervention-on-cryptocurrencies-between-innovation-and-regulation/>

Relazione recante raccomandazioni alla Commissione sulla finanza digitale: rischi emergenti legati alle cripto-attività - sfide a livello della regolamentazione e della vigilanza nel settore dei servizi, degli istituti e dei mercati finanziari: [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2020-0161\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2020-0161_IT.html)

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. (2018). *Sound Practices: Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*. Consultative document. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d439.htm>

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. (2020). *Guidelines for the prudential supervision of digital banks*. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d497.htm>

<https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/internal-governance/guidelines-on-ict-and-security-risk-management>

<https://www.eba.europa.eu/eba-reports-on-crypto-assets>

[https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/983359/f6106173-dc94-4d22-ade8-d40fce724580/EBA-Op-2015-03\\_%28EBA Opinion on lending based Crowdfunding%29.pdf?retry=1](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/983359/f6106173-dc94-4d22-ade8-d40fce724580/EBA-Op-2015-03_%28EBA%20Opinion%20on%20lending%20based%20on%20crowdfunding%29.pdf?retry=1)

<https://sellalab.com/>

"Fintech, 5 fondi italiani a confronto", *Startupitalia*, 10 settembre 2018, <https://startupitalia.eu/89873-20180910-fintech-5-fondi-italiani-a-confronto/>

"Le società di Venture Capital italiane più attive nel 2018", *BeBeez*, 12 dicembre 2018, <https://bebeez.it/2018/12/12/le-societa-di-venture-capital-italiane-piu-attive-nel-2018/>

"I 1000 migliori performer d'Europa secondo il FT", *Il Sole 24 Ore*, 5 marzo 2018, <https://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2018-03-05/i-1000-migliori-performer-d-europa-il-ft-090313.shtml>

<https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-its-roadmap-on-fintech>

*"Sound practices: implications of fintech developments for banks and bank supervisors"* (2018), Comitato di Basilea.

G20. (2018). *G20 High-Level Principles on Digital Financial Inclusion for Youth, Women, and SMEs*. Retrieved from <https://www.g20.org/en/media/Documents/G20%20High-level%20Principles%20on%20Digital%20Financial%20Inclusion%20for%20Youth%20Women%20and%20SMEs.pdf>

International Monetary Fund. (2017). *Fintech and Financial Services: Initial Considerations*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2017/06/20/Fintech-and-Financial-Services-Initial-Considerations-45098>

European Commission. (2020). *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on markets in crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937 (MiCA) and Directive 2014/65/EU (MiFID II) (COM/2020/593 final)*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2020:593:FIN>

[https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies-profiles/esma\\_it](https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies-profiles/esma_it)

European Commission. (2021). *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A European strategy for data*. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2020%3A66%3AFIN>  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593>

European Banking Authority. (2021). *Digital Operational Resilience Act (DORA)*.  
<https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/digital-operational-resilience-act-dora>

(<https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercato/fintech/index.html>)

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-provides-guidance-applicants-under-dlt-pilot-regime>

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2023/03/17/23G00035/sg>

<https://www.dirittobancario.it/art/dlt-pilot-verso-il-mercato-degli-strumenti-finanziari-digitali/>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022R0858>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065>

<https://www.consob.it/web/area-pubblica/mifid-2>