



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

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

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

*AUDIZIONE  
M. ANTONIETTA SCOPELLITI  
SEGRETARIO GENERALE  
CONSOB*

**ROMA, 6 LUGLIO 2021**

## INDICE

---

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

### **1. L'universo FinTech**

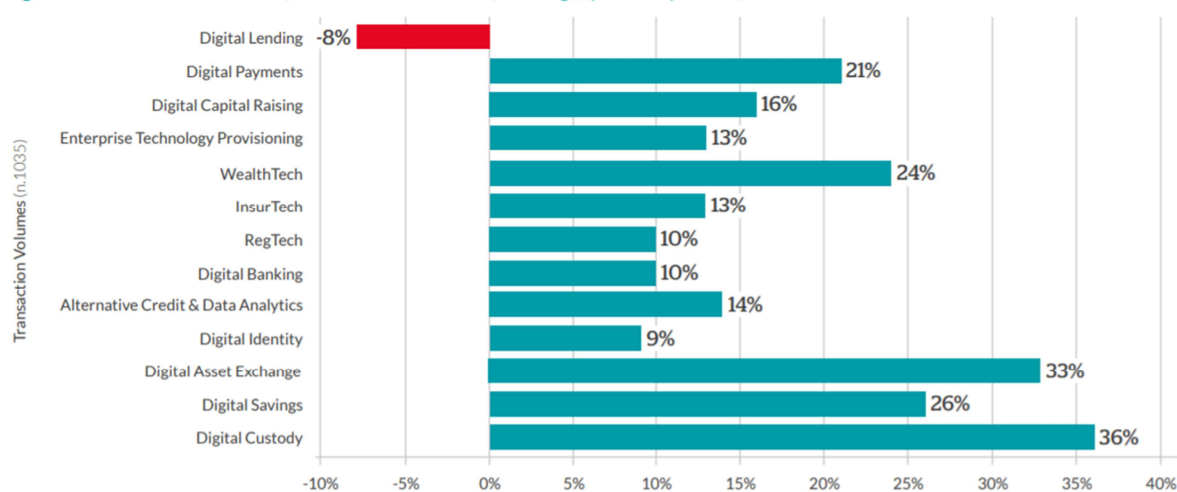
L'espressione FinTech evoca un universo eterogeneo di operatori, attività e strumenti della finanza tradizionale e innovativa, in parte connessi e intercambiabili. Qualsiasi innovazione tecnologica nel mondo finanziario (sia nei processi che nei prodotti) viene chiamata FinTech, dalla più collaudata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

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

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

Secondo la più recente survey svolta nel 2020 dalla Banca Mondiale e il World Economic Forum, in collaborazione con l'Università di Cambridge<sup>1</sup>, che ha interessato 1.385 aziende FinTech che operano in 169 paesi<sup>2</sup>, vi è stata una crescita media aggregata del settore rispetto all'anno precedente dell'11% con una crescita media delle transazioni del 13% e indicatori di performance tutti in crescita<sup>3</sup>. Esaminando l'articolazione per funzione dei servizi FinTech, il volume delle transazioni si è ridotto nel settore dei prestiti digitali e gli aumenti più significativi dei volumi si sono registrati nei servizi di custodia digitale (36%), del trading di attività digitali (33%), dei risparmi digitali (26%), delle gestioni e della consulenza (24%) e dei pagamenti digitali (21%). Quasi il 30% degli operatori ha già conseguito una riduzione dei costi e delle commissioni. Va osservata la forte crescita dei settori legati alle piattaforme che operano in cryptocurrency.

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



Oltre alla classificazione dei segmenti FinTech utilizzati nella tabella della Banca Mondiale, e precedentemente dal Financial Stability Board nel 2018<sup>4</sup>, quest'ultimo, in un documento del 2019<sup>5</sup>, ha fornito un ulteriore approccio legato al punto di vista delle autorità pubbliche e quindi alle esigenze di monitoraggio dei rischi, che vede il FinTech così articolato:

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

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

<sup>2</sup> Per l'Italia risultano 24 osservazioni

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

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

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

tendenza che privilegia la cooperazione (o meglio la *coopetition*) tra “vecchi” e nuovi soggetti;

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

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

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

---

<sup>6</sup> In particolare il Prof. Silvio Micali dell’MIT di Boston.

I rischi di assenza di trasparenza e di vuoti normativi e di tutela, suscettibili di minare la fiducia stessa nel sistema finanziario, sono stati segnalati in più occasioni dalla Consob: da ultimo, nel 2021, nel Richiamo congiunto Consob/Banca d'Italia e nel Quaderno FinTech su *La portabilità dei dati in ambito finanziario* entrambi di aprile, nell'audizione alla Commissione Finanze della Camera dell'8 giugno e infine nel Discorso del Presidente al mercato del 14 giugno.

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

Per comprendere compiutamente il FinTech e le sue implicazioni è opportuno che le autorità siano presenti nelle sperimentazioni, con funzioni di conoscenza e monitoraggio, partecipando anche alle catene digitali che sfruttano le nuove tecnologie (DLT e Blockchain) e gestendo direttamente le sperimentazioni in ambiente vigilato (sandbox)<sup>7</sup>. L'importanza della sperimentazione è confermata dalla ricerca del 2019 della Banca Mondiale<sup>8</sup> che riconosce alle sandbox un ruolo centrale per lo sviluppo del settore, in particolare per le aziende FinTech che forniscono servizi ad altre imprese – *Business to Business* (B2B) e che sembrano rappresentare il modello prevalente in Italia.

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

## 2. Il quadro europeo

Il pacchetto europeo sulla Finanza Digitale del settembre 2020 è articolato in più proposte normative, attualmente allo studio del Consiglio e del Parlamento UE: il regolamento sulle criptoattività (MiCA); l'introduzione di un Regime Pilota per sperimentazioni su DLT per le infrastrutture di mercato e il regolamento sulla resilienza operativa digitale (DORA)<sup>9</sup>. Su

---

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

<https://www.worldbank.org/en/topic/FinTech/brief/key-data-from-regulatory-sandboxes-across-the-globe>

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

<sup>9</sup> Il Digital Finance Package comprende la Digital Finance Strategy e la Retail Payment Strategy, oltre a quattro proposte legislative: il Regolamento c.d. MiCA, il Regolamento c.d. pilot regime, la Direttiva che modifica le direttive 2006/43/CE, 2009/65/CE, 2009/138/UE, 2011/61/UE, UE/2013/36, 2014/65/UE, (EU) 2015/2366 e UE/2016/2341 e il Regolamento c.d. DORA sulla resilienza operativa digitale per il settore finanziario che modifica i Regolamenti (CE)

quest'ultimo regolamento, di natura trasversale, si richiama l'audizione svolta dalla Consob alla Commissione Finanze lo scorso 8 giugno.

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

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

Lo sviluppo delle criptoattività, se non governato, può avere rilevanti impatti negativi: rischi legali e reputazionali per le istituzioni finanziarie che risultassero esposte in modo significativo, vuoti di tutela per i risparmiatori, rischi operativi legati alla sicurezza dei protocolli, rischi di riciclaggio e evasione fiscale e di difficoltà di monitoraggio dei movimenti di capitale. La mappatura di questi rischi a livello globale è incerta, per la frammentazione delle informazioni e per i differenti approcci delle pubbliche autorità nelle varie giurisdizioni<sup>10</sup>.

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

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

In UE, elemento fondante delle diverse iniziative regolamentari in corso è la distinzione tra criptoattività che rappresentano strumenti finanziari, ai quali si applica la consolidata normativa esistente a tutela degli investitori (MiFID e Prospetti in primo luogo), e altre criptoattività, alle quali si applica la nuova normativa proposta con MiCAR (che si ispira alla prima, ma con alcune inevitabili differenze). In particolare, non ricadono nell'ambito di applicazione del Regolamento MiCA, in quanto già compiutamente disciplinati da altri atti normativi UE, i crypto-asset qualificabili quali: strumenti finanziari come definiti dalla MiFID<sup>11</sup>; moneta elettronica come

---

1060/2009, (UE) 648/2012, (UE) 600/2014 e (UE) 909/2014. DORA come noto affronta il problema trasversale della resilienza e della sicurezza. È del 10 giugno scorso la notizia della prossima istituzione dell'autorità italiana sulla cybersecurity, iniziativa che va nella direzione auspicata anche dalla Consob. Con l'istituzione della nuova Agenzia l'Italia risponderà sia ad una esigenza interna sia alla richiesta dell'Ue di predisporre un collegamento nazionale al nuovo *Cybersecurity Competence Centre and Network* basato a Bucarest. La nuova Agenzia si occuperà anche di servizi finanziari.

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

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

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

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

1. La necessità di individuare in modo puntuale e armonizzato la nozione di strumento finanziario che, per differenza, individua gli ambiti di applicazione del nuovo Regolamento sui *crypto-asset* (MiCA). Il tema era stato già affrontato dalla Consob nel Rapporto su "Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività" pubblicato il 2 gennaio 2020<sup>12</sup> dopo ampia consultazione del mercato, nel quale si è tentato un primo approccio regolatorio rispetto alle offerte di cripto-attività di nuova emissione e con riguardo alla fase della successiva negoziazione e diffusione al pubblico.
2. L'opportunità di stabilire meccanismi di interpello europeo in caso di dubbi sulla qualificazione degli strumenti, soprattutto quando sono coinvolte giurisdizioni e risparmiatori diversi da quelli del paese d'origine, che vedono i poteri delle autorità ospitanti "spuntati", in virtù del principio del passaporto UE e delle vigilanze della autorità del paese di origine (come la Consob ha verificato anche per il fenomeno delle piattaforme di trading online). Va sottolineato anche che il principio del passaporto europeo consentirà alle piattaforme UE di offrire anche nuovi prodotti atipici provenienti da paesi terzi.
3. La necessità di prevedere meccanismi di tutela preventiva, come la sospensione delle offerte, in caso di dubbi sulla qualificazione dei prodotti offerti ai risparmiatori.
4. L'opportunità di introdurre meccanismi di convergenza e cooperazione internazionale per evitare dannosi arbitraggi e competizioni regolamentari al ribasso. Il ragionamento è valido anche per le sperimentazioni *Pilota su DLT* di funzioni di *trading* e *post-trading* che consentiranno deroghe alla normativa UE da parte delle singole Autorità nazionali, con conseguente rischio di approcci divergenti nell'Unione.
5. La necessità di identificare i centri di imputazione delle responsabilità, anche laddove l'infrastruttura tecnologica si basi su principi di decentralizzazione della governance grazie a protocolli automatici e *open source* non immediatamente riferibili a un emittente o a un service provider. Trascurare questo aspetto comprometterebbe la capacità di enforcement da parte delle autorità di vigilanza.

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

---

<sup>12</sup> Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività  
[https://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs\\_rapp\\_fin\\_20200102.pdf/70466207-edb2-4b0f-ac35-dd8449a4baf1](https://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/70466207-edb2-4b0f-ac35-dd8449a4baf1)

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

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

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

### 3. L'esperienza italiana

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

I più recenti censimenti del 2020<sup>13</sup> convergono su alcune caratteristiche del mercato italiano del FinTech:

---

<sup>13</sup>[https://www.ey.com/it\\_it/events/the-italian-FinTech-wave](https://www.ey.com/it_it/events/the-italian-FinTech-wave)  
[https://blog.osservatori.net/it\\_it/FinTech-in-italia](https://blog.osservatori.net/it_it/FinTech-in-italia)  
<https://www.osservatori.net/it/ricerche/osservatori-attivi/FinTech-insurtech>  
<https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/pwc-pagamenti-digitali-evoluzione-banking.pdf>  
<https://www.pwc.com/it/it/press-room/assets/docs/cs-FinTech-2020.pdf>  
[https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/approfondimenti-banche-int/Allegato\\_2\\_Indagine\\_FinTech.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/approfondimenti-banche-int/Allegato_2_Indagine_FinTech.pdf)



- è un mercato piccolo in termini assoluti (circa 350 start-up), ma in crescita (il numero è quasi raddoppiato in 4 anni);
- è concentrato in Lombardia (quasi la metà dei soggetti);
- le singole start-up sono molto piccole (meno di 10 dipendenti in media), raccolgono finanziamenti ancora modesti (sotto il milione di euro in media, per una quota aggregata di investimenti nel settore pari al 2% del mercato europeo, contro il 50% del Regno Unito e il 19% della Germania), sono giovani ma non giovanissime (circa metà coinvolgono under30, il resto classi di età maggiori ma comunque under50) e sono prevalentemente maschili;
- il modello di business privilegia un'ottica di collaborazione e non di competizione con gli attori tradizionali, dovuto soprattutto alla difficoltà per le start-up di crearsi da sole una base sufficiente di clienti, alla difficoltà di reperimento di capitali e alla scarsa conoscenza tecnica e normativa del settore finanziario; le aziende tecnologiche possono tra l'altro scegliere di innovare singole fasi del processo produttivo tradizionale e diventare così fornitrici dei grandi intermediari tradizionali (scoring per i finanziamenti; profilatura dei clienti; consulenza robotizzata; ma anche servizi per la *compliance*). I servizi offerti sono principalmente legati all'intermediazione bancaria (in termini di fatturato e numero di aziende del FinTech), in primo luogo per le attività di finanziamenti e pagamenti, cui seguono servizi di investimento (gestione di portafogli, consulenza e investimenti alternativi) e altri servizi come il marketing, l'analisi dei Big Data, la sicurezza, la compliance, la messa a disposizione di infrastrutture tecnologiche;
- gli stessi risparmiatori italiani e le stesse PMI al momento non rinunciano al rapporto consolidato con gli intermediari bancari tradizionali e tendono a sperimentare nuove relazioni finanziarie in modo residuale e parallelo; è in forte crescita però, da questo punto di vista, l'aspettativa di servizi finanziari più personalizzati, capaci di considerare unitariamente la situazione del cliente, con modalità tecnologiche *friendly*; rispetto agli altri cittadini europei, gli italiani sembrano più interessati alla riduzione dei costi e alla digitalizzazione di prestiti e assicurazioni;
- il comparto dei servizi assicurativi (Insurtech) è rimasto un po' indietro, ma registra i tassi di crescita maggiori (è già diventato il terzo settore in termini di fatturato del FinTech italiano); anche a seguito dell'accelerazione impressa dai lockdown, è in crescita l'interesse per i servizi di gestione e consulenza e le piattaforme di trading;
- gli investitori istituzionali investono soprattutto in modelli Fintech *business to business* (B2B) attraverso accordi di partnership con FinTech esistenti; partecipazione ad incubatori e acceleratori interni o esterni (o a "distretti" come il FinTech District promosso da Banca Sella che aggrega 180 start-up); venture capital o private equity; creazione di entità dedicate all'interno del gruppo di appartenenza;
- le banche contano per oltre l'80% degli investimenti nel FinTech (secondo le rilevazioni effettuate da Banca d'Italia nel dicembre 2019<sup>14</sup>), peraltro oltre il 60% degli investimenti fa capo a sole 5 banche. Laddove la tecnologia dominante sia relativa allo sfruttamento dei *Big*

---

<sup>14</sup> [https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/approfondimenti-banche-int/Allegato\\_2\\_Indagine\\_FinTech.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/approfondimenti-banche-int/Allegato_2_Indagine_FinTech.pdf)

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

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

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

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

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

Molti sono i progetti avviati (Confindustria, ABI, grandi banche, grandi emittenti, assicurazioni, CDP, operatori innovativi come Illimity/ION/Hype) ed è in arrivo in tempi brevi la sperimentazione Consob della "tenuta" delle regole (sandbox) in collaborazione con le altre autorità di vigilanza<sup>15</sup>. Presso la Consob opera ormai da tempo un *FinTech Steering Committee* che elabora in modo trasversale idee e progetti nei settori di competenza dell'Autorità. Un gruppo di lavoro ad hoc si occuperà delle interlocuzioni con gli operatori su tematiche FinTech.

Un aspetto molto rilevante per l'Italia riguarda la possibilità per le PMI, grazie alla finanza digitale, di ottenere servizi migliori dal mondo bancario e finanziario. È nota la persistente difficoltà delle piccole e medie imprese italiane nel rivolgersi al mercato dei capitali. Negli Indici che misurano

---

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

l'accesso alla finanza delle PMI, l'Italia è agli ultimi posti in UE, ventesima nel 2019 (*EIF SME Access to Finance Index*<sup>16</sup>). Inoltre, la percentuale di PMI italiane considerate finanziariamente vulnerabili è cresciuta enormemente nel 2020 e, nonostante il deterioramento diffuso a livello europeo, rimane più alta della media UE (dati BCE<sup>17</sup>)

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

In Europa, l'*equity crowdfunding*, e più in generale l'*investment based crowdfunding* (contrapposto a quello *non-investment-based* che finanzia direttamente un progetto senza emissione di titoli e quindi prospettive di rendimenti e rimborsi), non ha registrato la crescita attesa. In Italia, a fronte dell'incremento progressivo del numero dei gestori di portali, non si è registrato un corrispondente aumento del numero di quelli attivi sul mercato in termini di offerte pubblicate, che resta, tuttora, caratterizzato da un elevato livello di concentrazione dal lato dell'offerta<sup>18</sup>.

Il settore si prepara però ad accogliere un nuovo quadro normativo UE<sup>19</sup> (che si applicherà a partire dal 10 novembre 2021) che, grazie al principio del passaporto europeo, si ritiene potrà favorirne lo sviluppo. Il Regolamento definisce infatti un nuovo tipo di intermediazione in cui il fornitore di servizi di *crowdfunding* raccoglie risorse a beneficio delle imprese, sotto forma di prestiti o di emissione di strumenti finanziari, attraverso una piattaforma digitale aperta<sup>20</sup>. Sotto il profilo della supervisione, alle Autorità nazionali spetteranno i poteri di autorizzazione, vigilanza e sanzionatori sui fornitori; la responsabilità di tenuta del Registro unico europeo è, invece, affidata all'ESMA.

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

La vigente normativa italiana del 2012<sup>21</sup> è comunque all'avanguardia. Le disposizioni, inizialmente applicabili alle sole *start-up* innovative, sono state successivamente estese a tutte le PMI e alle obbligazioni e ai titoli di debito da loro emessi. I poteri regolamentari e di vigilanza sono stati

---

<sup>16</sup> [https://www.eif.org/news\\_centre/publications/eif\\_working\\_paper\\_2020\\_68.pdf](https://www.eif.org/news_centre/publications/eif_working_paper_2020_68.pdf)

<sup>17</sup> [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/ecb.safe202011~e3858add29.en.html#toc3](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe202011~e3858add29.en.html#toc3)

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

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

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

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

attribuiti alla Consob che nel 2013 ha adottato il regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali *on-line*. Il regolamento ha definito obblighi di comportamento e di trasparenza in capo ai gestori di portali, modulandoli in relazione alle esigenze di tutela di specifiche categorie di investitori<sup>22</sup>. È stato anche stabilito che i gestori dei portali, se non già soggetti all'analoga disciplina contenuta nel TUF, debbano aderire ad un sistema di indennizzo o sottoscrivere un contratto di assicurazione a copertura della responsabilità professionale.

E'auspicabile che, in sede di attuazione del Regolamento europeo, che come detto riguarda anche i prestiti, le competenze delle Autorità nazionali vengano allocate in funzione dell'effettiva natura dei servizi resi agli investitori, confermando quindi il ruolo centrale della Consob<sup>23</sup>.

Per quanto riguarda le gestioni, alcuni fenomeni<sup>24</sup> potrebbero rendere il settore uno snodo importante nei prossimi anni: i bisogni pensionistici dei più giovani; la possibilità di raggiungere a costi inferiori una nuova platea di investitori, smart e più digitali; la personalizzazione dei servizi che potrà tener conto di nuovi indirizzi culturali, come la sensibilità alle tematiche ambientali o più in generale ESG (oggi soddisfatti principalmente da investimenti passivi che replicano portafogli con etichetta ESG); la possibilità di creare ecosistemi informativi grazie allo sviluppo tecnologico delle piattaforme e alla possibilità di condivisione di dati.

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

In materia di consulenza robotizzata, la Consob ha indagato il fenomeno per capire se la propensione a seguire una raccomandazione di investimento cambi a seconda che il consiglio venga formulato da un consulente umano ovvero da un algoritmo e quindi se vi potrebbero essere

---

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

<sup>23</sup> Le novità più significative del Regolamento:

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

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

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

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

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

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

<sup>24</sup> [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/it\\_it/generic/generic-content/ey-FinTech-ecosystem.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/it_it/generic/generic-content/ey-FinTech-ecosystem.pdf)

distorsioni dei comportamenti. La ricerca ha evidenziato che, laddove il consiglio produca risultati diversi da quelli prefigurati autonomamente dall'investitore, quest'ultimo preferirebbe affidarsi ad un consulente umano. Inoltre, gli approfondimenti svolti consentono di dare un giudizio positivo sulla tenuta del sistema di regole attuale in materia di tutela e regime di responsabilità anche laddove la consulenza venga prestata con strumenti di *roboadvice*, pur ponendosi alcune peculiarità (fornitore-terzo, possibili malfunzionamenti e governance dell'algoritmo) che richiedono adeguate forme di garanzia e trasparenza nei confronti del cliente<sup>25</sup>.

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

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

## 5. Considerazioni conclusive

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

Per le sandbox, la Consob si è già espressa a favore dell'estensione dell'ambito di applicazione attualmente previsto dalla proposta europea su un Regime-Pilota su DLT. L'Istituto sta anche avviando un laboratorio sperimentale per dialogare con il mercato e individuare le opzioni tecnologiche compatibili con le norme a tutela degli investitori, le eventuali barriere e i rischi dell'innovazione e le necessità di aggiornamento e revisione delle regole e degli approcci di vigilanza vigenti. In tale laboratorio, gli operatori potranno ricevere informazioni e indirizzi sulle scelte di innovazione, nell'ottica di una sinergia tra know-how regolatorio e tecnologico e sfruttando una fase di interlocuzione informale, come previsto anche dalle norme sulla sandbox nazionale (Decreto Crescita del 2019).

L'obiettivo, anche nel mondo della finanza digitale, dovrà rimanere quello di indirizzare il risparmio verso la crescita dell'economia reale (e sostenibile) e quindi quello di legare la sua remunerazione ad investimenti produttivi. Per questo motivo, uno dei focus dell'attività della Consob sarà individuare e sostenere quelle innovazioni che supportano, da un lato, l'accesso al capitale e, dall'altro, la tutela degli investitori. Si tratta, come visto, soprattutto del segmento dei *Digital Capital Raising* costituito oggi principalmente dalle piattaforme di crowdfunding, ma con

---

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

un futuro legato allo sviluppo di tecnologia DLT; della crescita di mercati di scambio delle attività digitali o criptoattività (*Digital Asset Exchange*) ovvero piattaforme di trading e di clearing e connessi servizi di raccolta ed esecuzione di ordini; dell'evoluzione del *Wealthtech* riferito alle applicazioni tecnologiche nelle gestioni patrimoniali e nella consulenza.

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

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