

Fintech e i nuovi modelli di business. Timidi passi verso la costruzione di un nuovo paradigma regolamentare e di vigilanza*

di Luigi Scipione

*Ricercatore di Diritto commerciale e Professore aggregato di Diritto bancario
Dipartimento di Giurisprudenza – Università degli Studi di Napoli “Federico II”*

ABSTRACT

The nature of the transformations induced by the so-called “Digital disruption” affects all segments of financial intermediation and is such as to affect the ability of current “law” and related enforcement mechanisms to deal with new risks (not necessarily related only to the economic sphere) and new cases or, on the other hand, not to hinder innovation.

In front of breakdown of the production process of this magnitude, therefore, a fundamental rethinking of the perimeter and the qualifying characteristics of the markets and their rules is required, starting from a refocusing of the interests worthy of being protected, which takes due consideration the disruptive and at the same time global dimension of Fintech platforms.

SINTESI

La natura delle trasformazioni indotte dalla c.d. “digital disruption” interessa tutti i segmenti dell’intermediazione finanziaria ed è tale da incidere sulla capacità del “diritto” vigente e dei correlati meccanismi di enforcement di fronteggiare i nuovi rischi (non necessariamente riferibili solo alla sfera economica) e le nuove fattispecie o, per altro verso, di non ostacolare l’innovazione.

Di fronte a una scomposizione del processo produttivo di tale portata, si impone, dunque, un ripensamento di fondo del perimetro e dei caratteri qualificanti dei mercati e delle loro regole a partire da una rifocalizzazione degli interessi meritevoli di essere tutelati, che tenga in debita considerazione la dimensione distruttiva e al tempo stesso globale delle piattaforme Fintech.

SOMMARIO: 1. Rivoluzione tecnologica e nuove filiere di valore nei mercati finanziari – 2. Piattaforme *Fintech*: questioni definitorie – 3. Rischi emergenti ed evoluzione del contesto regolamentare – 4. La ricerca di un delicato compromesso fra l’applicazione delle vecchie regole e la comprensione delle caratteristiche dei nuovi modelli di *business* – 5. Una rapida ricognizione dei principali indirizzi provenienti dalle Istituzioni europee – 5.1. *Un piano d’azione europeo per Fintech* – 6. Un approccio basato sulla *hard regulation*. – 7. Un approccio ispirato alla *soft regulation* – 8. Il modello “a matrice” tra luci e ombre – 8.1. *Alcune considerazioni a latere sul principio di neutralità tecnologica* – 9. Da un modello “a matrice” a un sistema misto di “co-regulation” – 10. Riflessioni conclusive.

* Il presente lavoro è parte degli Atti del Seminario di studio, dal titolo *Profili generali e tendenze evolutive della regolazione dei mercati finanziari*, tenutosi a Caserta il 28 novembre 2019.

1. Rivoluzione tecnologica e nuove filiere di valore nei mercati finanziari

L'attività degli intermediari bancari e finanziari si è costantemente trasformata nel tempo, per effetto dell'innovazione tecnologica e dei cambiamenti intervenuti nella società. Nell'ultimo decennio, per l'impatto combinato della crisi di fiducia che ha riguardato gli intermediari tradizionali e della impetuosa trasformazione digitale delle attività economiche, il cambiamento procede con un ritmo sconosciuto rispetto al passato, tanto da favorire una rapida obsolescenza delle norme in vigore, unita alla necessità di prevederne di nuove per affrontare fenomeni di cui non si conoscono ancora appieno né l'intensità né le possibili direttrici di sviluppo¹.

La rivoluzione tecnologica che ha interessato il settore finanziario ha comportato rilevanti benefici per tutti gli attori del settore in termini di efficienze operative, abbassamento dei costi di transazione e riduzione dei tempi necessari per compiere investimenti, trasferire fondi o effettuare pagamenti². Allo stesso tempo, l'evoluzione delle tecnologie informatiche ha aumentato l'interconnessione dei mercati a livello mondiale, sfociando in una vera e propria globalizzazione dei mercati finanziari e modificando così i tratti tipici dell'industria finanziaria relativamente alla rapidità di manifestazione, all'amplificazione delle conseguenze e all'incrementata complessità di gestione dei rischi.

Oltre al miglioramento dell'efficienza del sistema, l'effetto più rivoluzionario delle nuove tecnologie informatiche è indubbiamente costituito dalla nascita di nuovi fornitori e servizi finanziari che

¹ WORLD ECONOMIC FORUM, *The Future of Financial Services: how disruptive innovations are reshaping the way financial services are structured, provisioned and consumed*. An Industry Project of the Financial Services Community. Prepared in collaboration with Deloitte. Final Report, June 2015; GOLDMAN SACHS, *The Future of Finance. The Rise of the New Shadow Bank*”, Report, March 2015.

² Come specifico segmento del Fintech, va tenuto in debita considerazione anche il complementare settore dell'Insurtech, che riguarda l'applicazione delle nuove tecnologie digitali nel settore assicurativo. Diversamente da Fintech, Insurtech si rivolge al servizio della persona per tutte le sue esigenze, non solo quelle finanziarie.

vanno sotto il nome di “piattaforme digitali”³.

Da un lato, rinomati colossi dell’informatica quali Google, Apple, Facebook o Amazon, i cosiddetti “GAFA”, stanno abbracciando il mercato dei servizi di pagamento facendo leva sulla vastissima quantità di informazioni che hanno a disposizione sui loro consumatori utenti in modo tale da soddisfare le loro specifiche esigenze e i loro obiettivi finanziari.

Dall’altro, le nuove tecnologie hanno consentito alle imprese innovatrici, note con l’appellativo *Fintech*, sincrasi di *Financial Technologies*, di sfruttare efficientemente le potenzialità dei dati forniti dalla rete Internet per offrire servizi di pagamento, di investimento, di consulenza, di finanziamento e altro ancora a prezzi competitivi.

Ciò che accomuna queste nuove tipologie di fornitori di servizi finanziari è la loro abilità di anticipare e rispondere in modo efficiente alle nuove esigenze dei consumatori⁴. Nel gergo tecnico,

³ Il concetto di “piattaforma” non è strettamente connesso al mondo digitale, potendosi invero rintracciare degli esempi di modelli simili anche nelle forme di economia più tradizionali. La EUROPEAN COMMISSION, Public consultation on the regulatory environment for platforms, online intermediaries, data and cloud computing and the collaborative economy, 24 September 2015, p. 5, disponibile all’indirizzo <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/news/public-consultation-regulatory-environment-platforms-online-intermediaries-data-and-cloud>, ha indicato che una piattaforma digitale rappresenta un’impresa operante in un mercato a doppio (o multi) versante che fa ricorso ad internet al fine di rendere possibile l’interazione tra due distinti, seppur interdipendenti, gruppi di utenti, in maniera tale da generare valore per almeno uno di tali gruppi. In proposito, si vedano, tra gli altri, D. COYLE, Making the most of platforms: a policy research agenda, 2016, p. 4, disponibile all’indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2857188; B. MARTENS, An Economic Policy Perspective on Online Platforms, Institute for prospective technological studies, Digital Economy Working Paper 2016/05, 2016, p. 10, disponibile all’indirizzo <https://ec.europa.eu/jrc/en/publication/eur-scientific-and-technical-research-reports/economic-policy-perspective-online-platforms>.

⁴ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, Report on the impact of FinTech on incumbent credit institutions’ business models, 3 July 2018. Su questo tema, un interessante contributo del BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, Implication of Fintech developments for banks and bank supervisors, February 2018, analizzando i possibili futuri scenari, non esclude un processo di disintermediazione più o meno ampio delle banche e degli istituti finanziari tradizionali. In particolare, per un esame più dettagliato delle ricadute che si avrebbero per la stabilità finanziaria qualora il settore del credito Fintech dovesse espandersi, si rimanda allo studio di S. CLAESSENS, J. FROST, G. TURNER e F. ZHU, *Fintech credit markets around the world: size, drivers and policy issues*, in BIS

l'economia delle piattaforme è stata definita coniando locuzioni di vario tipo: "l'economia della condivisione", "l'economia disaggregata", "l'economia peer-to-peer" (P-2-P), "l'economia del capitale umano (H-2-H)", "il mercato comunitario", "l'economia su richiesta (on demand)", "l'economia delle app", "l'economia dell'accesso", "l'economia delle maglie", "l'economia dei concerti", e anche "l'Uberizzazione del tutto". Ognuno di questi termini rappresenta un aspetto della rivoluzione della piattaforma digitale, ma nessuno cattura esaustivamente l'intera portata del cambiamento paradigmatico nei modi in cui produciamo, consumiamo, lavoriamo, finanziamo e apprendiamo⁵.

Questa nuova economia drasticamente estende il ciclo di vita dei prodotti, accorcia i tempi di utilizzo ed esponenzialmente espande la connettività e l'accesso. La velocità con cui sviluppano nuovi servizi in linea con le preferenze dei clienti, la loro capacità di *ipergrowth* e di salto oltre i confini delle singole giurisdizioni e, nel caso di *Big Tech*, il loro potenziale per sfruttare massicce reti consolidate di utenti, sono impressionanti. I nuovi attori entrano centralmente nella costruzione di modelli nuovi e divengono compartecipi della catena del valore ma anche del rischio associato (responsabilità) al prodotto/servizio finale⁶.

Tale processo conduce alla creazione di mercati bidimensionali e sin'anche multidimensionali ove portatori di interessi diversi entrano in contatto diretto⁷. L'effetto di rete che ne consegue porta

Quarterly Review, September 2018, p. 29 ss.

⁵ Cfr. O. HAVRYLCHYK e M. VERDIER, The financial intermediation role of the P2P lending platforms, in *Comparative Economic Systems*, 2018, Vol. 60, No. 1, p. 115 ss.; A. MORSE, Peer-to-Peer Crowdfunding: Information and the Potential for Disruption in Consumer Lending, NBER Working Paper n. 20899, 2015; U. ATZ e D. BHOLAT, Peer-to-peer lending and financial innovation in the United Kingdom", 2016, Staff Working Paper No. 589, Bank of England.

⁶ È interessante rilevare come la diffusione del Fintech possa aiutare a creare sustaining innovation (ovvero ad innovazioni utili a mantenere competitivo un prodotto o servizio già esistente), anziché a realizzare disruptive innovation (innovazione che "distrugge" l'offerta delle aziende, creando eventualmente mercati nuovi).

⁷ Così L. AMMANNATI, Verso un diritto delle piattaforme digitali?, in *federalismi.it*, n. 7, 2019, p. 11. Per un approfondimento si vedano, pure, S. RANCHORDÀS, Does sharing mean caring? Regulating innovation in the sharing economy, *Minnesota Journal of Law, Science & Technology*,

le piattaforme ad autoalimentarsi fino a generare tra i *new comers* casi di gigantismo.

Da un punto di vista sistemico i confini tra il mondo dei servizi finanziari e degli altri settori sono sempre più labili. Vi è infatti da segnalare che fattori congiunturali e strutturali incentivano molti intermediari ad accrescere l'impegno nelle nuove tecnologie, ampliando l'offerta di servizi digitali ed aumentando gli investimenti, così come sottoscrivendo accordi con aziende *Fintech* o acquisendo le aziende stesse. In particolare, sono due le condizioni che spingono verso forme di *partnership* più o meno stringenti tra le parti: sul versante degli intermediari tradizionali, una struttura tecnologica complessa e stratificata (cosiddetta *tech-legacy*); su quello delle imprese *Fintech*, la mancanza di massa critica, in termini di clienti da servire⁸.

Sicché l'intero sistema concettuale dei mercati regolati, la perimetrazione delle imprese vigilate e dei canoni di valutazione che afferiscono ai rapporti tra imprese e utenti, appaiono destinati a modificarsi profondamente e in breve tempo. A tal punto che, abbandonata la tradizionale distinzione concettuale tra settori (finanziario, bancario e assicurativo)⁹, anche per regolatori e supervisori diviene molto più difficile segmentare e regolamentare le diverse attività¹⁰.

Tali nuovi paradigmi necessitano di un adeguato contesto

2015, reperibile all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2492798; I. MASELLI, K. LENAERTS e M. BEBLAVY, *Five things we need to know about the on-demand economy*, CEPS Essay, 2016; CH. KOOPMAN, M. MITCHELL e E. ATHIERER, *The sharing economy: issues facing platforms, participants, and regulators*, May 2016, p. 2 ss.; S. SMORTO, *Verso la disciplina della sharing economy*, in *Merc. conc. reg.*, n. 2, 2015, p. 245 ss.; J. KASSAN e J. ORSI, *The Legal Landscape of the Sharing Economy*, in *Journal of Environmental Law and Litigation*, 2012, Is. 27, p.1 ss.

⁸ Tra le strategie di *partnership* banche-Fintech si segnalano: i) la creazione di fondi di investimento dedicati; ii) investimenti mirati nel capitale di alcune start-up Fintech; iii) la creazione di acceleratori ed incubatori per lo sviluppo di Fintech; iv) attività di ricerca e sviluppo congiunta con il mondo Fintech.

⁹ ESAs', *Joint Committee Discussion Paper on the Use of Big Data by Financial Institutions*, JC201686, 2016.

¹⁰ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, in *Riv. trim. dir. eco.*, n. 4, 2019, p. 373 ss.

normativo, al fine di garantire la tutela dei risparmiatori, la *privacy* dei dati personali trattati, i processi di conoscenza dei clienti e i presidi per il contrasto al riciclaggio di denaro, nonché l'elaborazione di una cornice regolamentare in grado di garantire la pacifica convivenza tra operatori tradizionali e le nuove *start-up* del settore *Fintech*.

Nasce, dunque, da tali premesse l'esigenza di verificare l'adeguatezza del sistema normativo e di vigilanza rispetto a tale evoluzione, al fine di, da un lato, scongiurare lacune e carenze e, dall'altro, evitare che un eccesso di regolamentazione finisca per rendere l'*habitat* normativo inospitale per lo sviluppo dei nuovi modelli di *business*.

2. Piattaforme *Fintech*: questioni definitorie

Preliminare ad ogni tentativo di regolamentazione, si pone dunque uno sforzo, seppur estremamente conciso, di analisi e comprensione del fenomeno nei suoi tratti morfologici e funzionali.

Astrattamente esiste un'innomerevole categoria di ambiti, e altresì di strumenti, in cui la tecnologia finanziaria può essere declinata. Se, difatti, in origine con il termine *Fintech* si faceva riferimento alle applicazioni informatiche a supporto dell'attività di banche e imprese di investimento, col tempo, invece, la definizione si è allargata sino a ricomprendere una grande varietà di servizi e tecnologie per le imprese e i privati, includendo un insieme di innovazioni relative a prodotti e servizi bancari, finanziari e assicurativi¹¹.

¹¹ Sulla nozione polimorfica e non univoca di *Fintech*, cfr., inter alia, FINANCIAL STABILITY BOARD, *Financial Stability Implications from FinTech: Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities Attention*, 27 June 2017, ove si fa riferimento alla capacità propria dell'innovazione tecnologica di tradursi in nuovi modelli di *business* e fornitura di nuovi servizi alla clientela; G. D'AGOSTINO e P. MUNAFÒ, Prefazione alla collana dedicata al *FinTech*, in *Quaderni FinTech*, cit., VIII; D.W. ARNER, J.A. BARBERIS e R.P. BUCKLEY, *The Evolution of Fintech: a New Post-crisis Paradigm?*, in *Georgetown Journal of International Law*, 2016, p. 1271 ss.; M.T. PARACAMPO, *Fintech e il mercato tecnologico dei servizi finanziari*, in M.T. PARACAMPO (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, p. 3 ss.; G. FALCONE, *Tre idee intorno al c.d. "Fintech"*, in *Riv. dir.*

Come osserva il Parlamento Europeo per tecnologia finanziaria (o *Fintech*) si intende «l'attività finanziaria resa possibile o offerta attraverso le nuove tecnologie, che interessa l'intero settore finanziario in tutte le sue componenti, dal settore bancario a quello assicurativo, i fondi pensione, la consulenza in materia di investimenti, i servizi di pagamento e le infrastrutture di mercato»¹².

Si tratta, dunque, di un fenomeno intersettoriale su base globale (e ciò interessa i settori finanziario, bancario e assicurativo) che nasce e si sviluppa nel nuovo contesto disegnato dalla tecnologia della comunicazione e dell'informazione.

Il processo di "osmosi funzionale" da soggetti "fisici" a soggetti "virtuali" che, con caratteristiche differenti, svolgono la stessa funzione di intermediazione, imporrebbe di parlare di «una disintermediazione a cui segue una nuova intermediazione con una diversa configurazione»¹³.

Gli è che, la necessità di confrontarsi con peculiari schemi operativi non rende affatto agevole e immediato identificare con nettezza i ruoli volta per volta assunti dalla piattaforma. È ormai ben noto e ampiamente indagato quel fenomeno di confusione/sovrapposizione di compiti e funzioni che, in modo del tutto peculiare, caratterizza il modello collaborativo-collettivo-diffuso soprattutto in relazione alle piattaforme che emettono/negoziano *security tokens*, consentono di effettuare

banc., n. 37, 2018; C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, Lo sviluppo del Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale. Quaderni FinTech, Consob, Roma, 2018, p. 8 s.

¹² EUROPEAN PARLIAMENT, Report on FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector, n. P8_TA-PROV(2017)0211, 17 May 2017.

¹³ Così A. CANEPA, L'era delle piattaforme tra opportunità e rischi, in Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari, cit., p. 57. In argomento cfr., pure, G.P. LA SALA, Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori, in M. CIAN e C. SANDEI (a cura di), Diritto del Fintech, Padova, 2020, p. 4 ss.; V. PONZIANI, Imprese Fintech e Techfin: l'impatto dei big data sulla libera concorrenza, in E. CORAPI e R. LENER (a cura di), I diversi settori del Fintech, Padova, 2019, p. 34 ss; L. AMMANNATI, Le riserve di attività economiche alla prova dell'innovazione tecnologica e della sharing economy, Relazione introduttiva al II Convegno annuale ADDE (Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia), con il medesimo titolo, Milano 2-3 dicembre 2016.

pagamenti elettronici (*cashless*), favoriscono il prestito fra privati (*peer-to-peer lending*) o l'investimento in progetti innovativi (*crowdfunding*), offrono servizi di negoziazione automatizzata (*algo-trading*) o di consulenza automatizzata (*robo-advice*) o un'innovativa gestione dei rischi assicurativi (*InsurTech*), per citare i più diffusi¹⁴.

In più non bisogna dimenticare che queste imprese non hanno che pochi *asset* reali e che il loro valore è racchiuso nella tecnologia e nell'innovazione, nel loro *brand* e nella platea degli utenti.

I tratti della “disintermediazione”, della “decentralizzazione”, della “liquidità” e della “virtualità” – sono tutti certamente tipici e qualificanti il fenomeno in oggetto¹⁵. Non sorprende quindi che l'economia della piattaforma sfidi i principi e gli stereotipi classici della teoria normativa¹⁶.

¹⁴ Il Fintech, difatti, include attività anche molto diverse tra loro: vi rientrano, per fare solo qualche esempio, lo scambio di opzioni Forex su piattaforme online, il sostegno al risparmio fondato sull'analisi computazionale dei dati personali, i modelli di accesso al credito per clienti con basso rating finanziario, i prodotti assicurativi (c.d. *InsurTech*), i finanziamenti e i servizi automatizzati di consulenza finanziaria (*robo-advice*), la gestione dell'identità e dei sistemi di riconoscimento biometrico. Al Fintech, inoltre, è associato anche il mercato di recente emersione dei servizi idonei a facilitare, semplificare e automatizzare le procedure remote di KYC (Know Your Customer) e AML (Anti-Money Laundering), finalizzate alla conoscenza, classificazione e controllo dei clienti: il RegTech (Regulatory Technologies).

¹⁵ EUROPEAN COMMISSION, Fintech Action Plan: For a more competitive and innovative European Financial Sector, COM (2018) 109/2; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, Discussion Paper on the approach to financial technology (FinTech); EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Final Guidelines on MiFID II suitability requirements, 28 May 2018, www.esma.eu; FINANCIAL STABILITY BOARD, Artificial Intelligence and machine learning in financial services. Market developments and financial stability implication, 1 November 2017, in www.fsb.org.; OICVIOSCO, Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey, December 2016 (IOSCOPD552); ASIC, Providing Digital Financial Product Advice to retail clients, August 2016; D. HE, R. LECKOW, V. HAKSAR, T. MANCINI-GRIFFOLI, N. JENKINSON, M. KASHIMA, T. KHIAONARONG, C. ROCHON e H. TOURPE, Fintech and Financial Services: Initial Considerations, IMF Staff Discussion Note, SDN/17/05, June 2017, consultabile <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2017/06/16/Fintech-and-Financial-Services-Initial-Considerations-44985>; D.A. ZETSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER e J.N. BARBERIS, From Fintech to Techfin: The Regulatory Challenges of Data-Drive Finance, European Banking Institute Working Paper serie 2017, n. 6, in <https://www.smefinanceforum.org/sites/default/files/post/files/SSRNid2959925.pdf>.

¹⁶ Cfr. V. FALCE e G. FINOCCHIARO, La digital revolution nel settore

In fondo *Fintech* è un universo caratterizzato principalmente da ciò che non è: convenzionale e statico. Ciò che, infatti, distingue i nuovi operatori digitali da quelli tradizionali è la loro intrinseca capacità di trasformare i mercati, le imprese che producono beni e servizi e le relative transazioni.

L'interesse dei *policy makers* riflette la necessità di guidare la transizione che la digitalizzazione dei servizi finanziari sta veicolando nei mercati finanziari. Proprio come una brusca transizione verso mercati finanziari liberalizzati può essere dannosa per i partecipanti e gli utenti, così una rapida transizione tecnologica può creare nuovi rischi.

Questo tumultuoso processo di innovazione rende, pertanto, necessario elaborare misure di manutenzione delle regole vigenti, che altrimenti diverrebbero obsolete, e sussume come improcrastinabile un intervento dei regolatori volto a favorire la standardizzazione e la interoperabilità, in funzione della promozione ordinata del mercato stesso¹⁷.

finanziario. Una nota di metodo, in *Anal. giur. eco.*, n. 1, 2019, p. 313 ss.; G. PITRUZZELLA, *Fintech e i nuovi scenari competitivi nel settore finanziario-credizio e assicurativo*, in V. FALCE e G. FINOCCHIARO (a cura di), *Fintech: regole, concorrenza, diritti*, Bologna, 2019, p. 2 ss.; L. AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme? Qualificazione regolazione concorrenza*, in *L'evoluzione dei sistemi e dei servizi di pagamento nell'era del digitale*, cit., p. 68 ss.; M.C. MALAGUTI, *Fintech e piattaforme digitali nel settore finanziario tra concorrenza e regolazione*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, cit., p. 59 s.; D.S. EVANS, *Multisided platforms, dynamic competition and assessment of market power for Internet based firms*, in *Coase-Sandor Institute for Law and Economics Working Paper No.753*, March 2016; R. IVANOVAS, *Towards a definition of online platforms in the European Digital Market*, 2015, reperibile sul sito <http://crninet.com>.

¹⁷ Cfr. G.M. NICELLI, *FinTech: fra sfide strategiche e nuovi orizzonti regolamentari*, in *Fintech*, cit., p. 47 ss.; V. CANALINI, *Il FinTech e le nuove frontiere dell'innovazione finanziaria*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano Assago, 2019, p. 300; R. MENZELLA, *Il FinTech e le regole (una, nessuna o centomila?)*, *ivi*, p. 60 ss.; B. RUSSO, *Opportunità e rischi delle piattaforme digitali di P2P Lending: nuove strategie di implementazione del prodotto alla luce del recente trattamento fiscale*, in *Innovazione e diritto*, n. 3, 2019, p. 2 s.; J. PAOLONI, *Peer to peer lending e innovazione finanziaria*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, cit., p. 405 s. e p. 410 ss. A tal proposito è interessante riportare quanto sostenuto da L. AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme digitali?*, cit., p. 4, secondo cui la contrapposizione tra un approccio "funzionale" e uno tipicamente "strutturale", favorirebbe una regolazione <<mirata principalmente alla funzione della piattaforma come "gatekeeper", cioè ai modi di raccolta, accumulo, organizzazione, uso e riuso dei dati>>.

3. Rischi emergenti ed evoluzione del contesto regolamentare

La nuova dimensione digitale e tipicamente transnazionale delle piattaforme in ambito finanziario (ma non solo) – per quanto leggibile all'interno dei paradigmi classici – suscita problemi di regolamentazione spesso del tutto particolari che richiedendo approcci innovativi e sovranazionali¹⁸.

Un cambiamento di prospettiva di tale portata, oltre a far emergere l'esigenza di regole nuove, porta con sé la inevitabile ridefinizione di categorie note del diritto. Pur rappresentando i principali (s)nodì da sorvegliare, ad oggi l'attività delle piattaforme *Fintech* rimane in buona parte esclusa dall'applicazione della normativa sui servizi finanziari e dal complesso di cautele e garanzie predisposto per lo svolgimento di attività di questo tipo da parte degli *incumbents*.

Preso atto che sul piano regolamentare, il fenomeno delle piattaforme *Fintech* assume rilievo con specifico riferimento alla possibile applicabilità della disciplina in materia sia di servizi di investimento, sia di sistemi di pagamento, sia ancora di raccolta del risparmio¹⁹, si converrà che molte delle questioni appena sollevate riflettono temi classici della teoria dei mercati e della regolazione finanziaria, ma finiscono per colorarsi di profili del tutto singolari in virtù, per l'appunto, della tecnologia.

La discussione sulle regole intende principalmente contrastare quelle 'minacce' che hanno ad oggetto il crescente potere delle piattaforme sui mercati, gli effetti sulla stabilità sistemica così come la tutela di consumatori e utenti, la risoluzione dei problemi di

¹⁸ F. PANETTA, *Fintech and banking: today and Tomorrow*. Speech to Harvard Law School Bicentennial, Annual Reunion of the Harvard Law School Association of Europe, Rome, 12 May 2018; E. MACCHIAVELLO, *FinTech e regolazione: attuali zone grigie del diritto dell'economia e la necessità di un ripensamento generale di sistema*, intervento al 4° Convegno ADDE, del 29-30 novembre 2018.

¹⁹ A tal proposito v. EUROPEAN COMMISSION, *A digital Single market Strategy for Europe*, COM(2015) 192 final, 6 May 2015; Id., *Public consultation on the regulatory environment for platforms, online intermediaries, data and cloud computing and the collaborative economy*, September 2015 (disponibile in <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/news/results-public-consultation-regulatory-environment-platforms-online-intermediaries-data-and-cloud>).

irreversibilità e di rispetto delle regole di gestione di dati personali, ai quali si aggiunge la difficoltà di esercitare una sorveglianza efficace a fronte di rischi non facilmente presidiabili data anche la natura transnazionale del fenomeno²⁰.

Unitamente a questo aspetto vanno poi segnalati elementi di opacità degli stessi meccanismi connessi all'anonimato delle transazioni ed alla conseguente difficoltà di esercitare sufficienti forme di controllo, favorendone anche impieghi per finalità contrarie alla legge.

Identificare le scelte di fondo di un intervento regolatorio del fenomeno che possano dimostrarsi più efficaci (modifica dell'attuale normativa o mantenimento attraverso parziali adattamenti di apparati disciplinari preesistenti), definire i pubblici interessi che risultano messi in discussione e le modalità attraverso le quali garantire concorrenza e tutele richiede di tenere conto della non unitarietà delle condizioni di erogazione e della sempre maggiore personalizzazione dei servizi offerti dai nuovi operatori digitali²¹.

Questo può voler dire che procedere individuando parametri omogenei per *new comers* e *incumbents* – ad esempio, in funzione del livello di tutela da assicurare agli utenti – potrebbe non rappresentare la soluzione più efficace e rispondente alle nuove

²⁰ In argomento cfr. S. VEZZOSO, Sabbiere, innovazione e concorrenza: il caso Fintech, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, cit., p. 83 ss.; V. TORTI, Norme tecniche, concorrenza ed innovazione finanziaria, ivi, p. 101 ss.; O. LOBEL, *The Law of the Platform*, University of San Diego, Research Paper No. 16-212, March 2016 (disponibile al link https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2742380), p. 19; R. PODSZUN e S. KREIFELS, *Digital Platforms and Competition Law*, in *Journal of European Consumer and Market Law*, 2016, Issue 1, p. 33 ss.

²¹ Cfr. A. GENOVESE, *Innovazione tecnologica e trasformazione del settore finanziario tra initial coin offerings (ICOs) e investment crowdfunding: quali sfide per l'autorità di controllo?*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, cit., p. 17 ss.; V. TORTI, *Norme tecniche, concorrenza ed innovazione finanziaria*, ivi, p. 99 ss.; A. ARGENTATI, *Sharing economy, innovazione tecnologica e mercati emergenti: quali sfide per la regolazione dei mercati?*, comunicazione al convegno, *Le riserve di attività...*, cit.; A. BUTENKO e P. LAROUCHE, *Regulation for innovativeness or regulation of innovation?*, *Tilec Discussion Paper*, March 2015, reperibile sul sito www.ssrn.com; A. CANEPA, *Il design della regolazione in un'economia "Uberizzata"*, in *Riv. trim. dir. eco.*, n. 4, 2016, p. 18 ss.; S. QUADRI, *L'approccio europeo alla sharing economy*, ivi, n. 4, 2016, p. 294 ss.

modalità di offerta di beni e servizi²².

Le caratteristiche di marcata integrazione del mercato finanziario esigono, sotto il profilo giuridico, una legislazione nazionale e internazionale con strumenti assai incisivi che operano in profondità all'interno dell'impresa finanziaria, sia sulla composizione patrimoniale sia sulla struttura organizzativa e (in parte) sull'attività d'impresa. Di contro, è bene sottolineare che, mancando nel "mercato libero" delle piattaforme quel connotato di settore fortemente normato – esclusivamente pensabile come eccezione a un principio di libertà di intrapresa – è evidente che non siano suscettibili *tout court* gli istituti giuridici colà predisposti.

4. La ricerca di un delicato compromesso fra l'applicazione delle vecchie regole e la comprensione delle caratteristiche dei nuovi modelli di *business*

La complessità della realtà che si va descrivendo rende difficile la selezione di strumenti regolatori in grado di bilanciare le diverse anime del fenomeno.

La discussione verte non solo sull'"an", cioè sulla necessità di regolamentare o meno il fenomeno e, in caso di risposta affermativa, cosa regolamentare (regolamentare *ex novo* l'intera catena del valore ovvero individuare le singole responsabilità in un contesto ove più *drivers* partecipano ai diversi "momenti" del ciclo produttivo), ma anche sul "quomodo", sarebbe a dire sul come regolamentare e a quali strumenti attingere (*hard*, *soft*, autoregolamentazione, co-regolamentazione, ed altro ancora), e sin'anche sul "quando", visto che l'intervento può essere attuato *ex-post* oppure *ex-ante* per regolamentare l'ingresso nel mercato dei *new comers* e le possibili conseguenze.

Come si è anticipato, il tema di fondo con cui i regolatori e legislatori si devono confrontare può essere condensato nel seguente duplice interrogativo: 1) se l'innovazione può essere

²² CH. KOOPMAN, M. MITCHELL e A. THIERER, The Sharing Economy and Consumer Protection Regulation: The Case for Policy Change, in J. Bus. Entrepreneurship & L., 2015, No. 2, p. 544.

ricondotta all'interno del preesistente panorama legale e regolatorio utilizzando una regolazione tradizionale, oppure 2) se è necessario immaginare regolazioni differenziate in considerazione della diversità dei servizi offerti ma anche delle specifiche e innovative modalità di svolgimento degli stessi consentite dalla tecnologia.

Per vero, impostare l'intera questione semplicemente sulla dicotomia fra conservazione e/o superamento delle regole esistenti può rivelarsi fuorviante e poco efficace.

D'altro canto, le difficoltà di approccio alla regolamentazione dei temi in questione sono amplificate, oltre che da un manifesto "disagio" (impreparazione?) da parte di organismi internazionali, istituzioni sovranazionali, regolatori e autorità di supervisione impegnate in un faticoso processo di cognizione di un fenomeno innovativo e dagli sviluppi ancora sfuggenti, dalla necessità di confrontarsi con un coacervo sempre più fitto e mescolato di discipline settoriali non solo in materia creditizia e finanziaria (PSD2, MIFID2, PRIIPS, MCD), ma anche in tema di antiriciclaggio (AML), protezione dei dati (GDPR) e sicurezza informatica (NIS).

A fronte della preesistenza nel settore finanziario di una *over-regulation* soffocante e della conseguente tentazione di perpetuare approcci del passato, sembra trovare ampio consenso l'idea di appellarsi ad un "diritto delle possibilità" che «declina regole essenziali spesso depotenziate di valenza normativa», giacché frutto di «una "lucida prospettiva", dunque, pensata ed attuata con la consapevolezza di offrire una precisa protezione all'industria tecnologica»²³.

²³ Così R. VAMPA, FinTech e criptovalute: nuove sfide per la regolazione dei mercati finanziari, in FinTech, cit., p. 571 ss. Come evidenzia T.S. OMAROVA, New Tech v. New Deal: Fintech As A Systemic Phenomenon (Cornell University, Cornell Legal Studies Research Paper no. 18-39, 2018), 42 reperibile al link https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3224393, questo aspetto può essere essenzialmente descritto come «an entirely selfreferential and selfreproducing secondary market phenomenon».

5. Una rapida ricognizione dei principali indirizzi provenienti dalle Istituzioni europee

A che livello si deve attestare la competenza a disciplinare un fenomeno per vocazione *cross-border* e *cross-sector*? È inverosimile pensare ai confini territoriali di uno Stato (dimensione nazionale) dinnanzi ad un fenomeno che si connota per la non fisicità, e che mette in discussione consolidate divisioni e invalicabili confini²⁴.

Il procrastinarsi di un intervento unitario e l'assenza di proposte normative concrete da parte degli organismi internazionali²⁵, fanno da sfondo alle scelte disomogenee intraprese dai singoli ordinamenti nazionali che hanno seguito approcci differenti nel tentativo, talora "scomposto", di delineare un assetto normativo confacente alle caratteristiche dei nuovi schemi digitali.

Inizialmente il regolatore si è concentrato sul sostegno all'adozione di nuove soluzioni *Fintech*, dato che l'attenzione si è focalizzata sui vantaggi derivanti dall'innovazione tecnologica, tant'è che nella prima fase l'intervento normativo è stato limitato al semplice *tuning*.

Successivamente le autorità di vigilanza hanno iniziato a mostrare alcune preoccupazioni riguardo ai rischi connessi alla diffusione del fenomeno. Questi "pericoli" si sostanziano in:

- i) rischi nei confronti di consumatori ed investitori: *mis-selling* di prodotti e servizi, *privacy*, protezione dei dati, sicurezza delle informazioni;
- ii) rischi nei confronti degli intermediari finanziari: sostenibilità del modello di *business*, *governance*;

²⁴ EXPERT GROUP ON REGULATORY OBSTACLES TO FINANCIAL INNOVATION (ROFIEG), *Thirty Recommendations on Regulation, Innovation and Finance*, Final Report to the European Commission, 13 December 2019, p. 67 ss.

²⁵ Così, ad esempio, vale la pena osservare che alcuni ordinamenti, come Cina o Pakistan, hanno adottato un approccio "restrictive" vietando l'uso delle valute virtuali, altri, come Svizzera o Gibilterra, un approccio "flexible" sottoponendo ad autorizzazione e a forme di vigilanza le attività basate sulla tecnologia DLT. Per una ricognizione delle iniziative intraprese dalle autorità di vigilanza a livello internazionale v. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Implication of fintech developments for banks and bank supervisors*, cit.

iii) rischio tecnologico, resilienza operativa, gestione dei dati, utilizzo dell'intelligenza artificiale, tematiche di antiriciclaggio;

iv) rischi di stabilità finanziaria: rischio di concentrazione, diffusione incontrollata di canali alternativi di intermediazione finanziaria, utilizzo di *crypto-asset*, vulnerabilità.

In risposta a tali minacce, nella terza fase i regolatori e le autorità di vigilanza hanno intrapreso azioni specifiche che si sono concretizzate nello sviluppo di *standard* internazionali e nell'implementazione di regole e orientamenti nazionali.

A livello dell'Unione europea, tuttavia, non esiste ad oggi uno specifico regime regolamentare per il settore e le imprese *Fintech*, e solo alcuni Stati, come Regno Unito e Francia, hanno introdotto misure *ad hoc*.

In ambito comunitario si è negata la discontinuità, cercando di perfezionare l'apparato esistente, nel senso di adottare (*recte* "adattare") vecchi modelli a fenomeni del tutto nuovi²⁶. Nelle intenzioni dei *policy makers* questa strategia dovrebbe consentire di sviluppare una cornice normativa condivisa adatta a favorire e sfruttare l'innovazione tecnologia e, al contempo, garantire la certezza del diritto. La qualcosa, tenendo presente il tenore degli ultimi provvedimenti adottati dalle autorità europee, si traduce nel chiaro intento di: a) non comprimere le nuove realtà con l'imposizione di aprioristici divieti, negazioni o sanzionamenti; b) ma di fornire ad esse un adeguato riconoscimento che passi anche attraverso la predisposizione di uno specifico quadro normativo, costituito da nuove o da vigenti regole, adeguatamente applicate alle singole fattispecie.

Pur non ritenendo ancora opportuno predisporre specifici

²⁶ Come è stato sottolineato con grande efficacia nel rapporto della HOUSE OF LORDS, *Online Platforms and the EU Digital Single Market*, EU Internal Market Sub-Committee, 2016, p. 373 s., la crescita dell'economia digitale produce una profonda incertezza riguardo l'applicazione di una regolazione, per lo più disegnata nel periodo pre-digitale, ai nuovi modelli di business: «The dynamics of the digital economy [...] disrupt existing markets and simultaneously challenge the (sector specific) rules that govern those markets». Di conseguenza, gran parte delle attività digitalizzate si collocano "above the law".

interventi di regolazione, in quanto allo stato difficili da graduare e forieri di messaggi errati su benefici e sicurezza delle valute virtuali, in una prima Risoluzione del 2016 il Parlamento Europeo invitava la Commissione Europea a monitorare il fenomeno, adottando un approccio normativo «proporzionato a livello di UE, in modo da non soffocare l'innovazione», sottolineando che «soprattutto in una fase iniziale sarebbe stato deleterio aggiungere costi superflui»²⁷, Non veniva tuttavia sottovalutata la necessità, in un futuro prossimo, di affrontare seriamente i problemi di ordine normativo che potrebbero sopraggiungere sul piano sistemico con l'uso diffuso della *DLT*.

Tornato sul tema con una nuova Risoluzione del 2017, il Parlamento Europeo²⁸ ha inteso ribadire che la legislazione, la regolamentazione e la vigilanza devono adeguarsi all'innovazione così da perseguire il giusto equilibrio tra gli incentivi per una protezione innovativa di consumatori e investitori e la stabilità finanziaria²⁹. Nel rispetto di questi obiettivi, la normativa dovrebbe consentire, altresì, condizioni di parità tra gli operatori, migliorando la facilità di accesso sul mercato e impedendo l'arbitraggio regolamentare tra gli Stati membri e tra gli statuti giuridici³⁰. A tal fine la Risoluzione auspicava un approccio basato sui rischi (*risk oriented*), da sviluppare in condizioni di neutralità tecnologica e di uniformità delle norme, cioè a parità di servizi e di rischi operativi, e quindi indipendentemente dal tipo di entità giuridica o di ubicazione nell'Unione Europea.

²⁷ EUROPEAN PARLIAMENT, Report on virtual currencies, n. P8TA(2016)0228, 26 May 2016.

²⁸ ID., Report on FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector, cit.

²⁹ Sul trilemma tra regole chiare, integrità del mercato e sostegno all'innovazione finanziaria v. C. BRUMMER e Y. YADAV, Fintech and the Innovation Trilemma, in Georgetown Law and Economics Research Paper, n. 11-23, 2017, in ssrn.com/abstract=3054770 or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3054770>.

³⁰ Sul punto l'INTERNATIONAL MONETARY FUND, Fintech and Financial Services, Staff Discussion Notes, IMF, 2017, il quale riconosce che: «At present, there is little consistency in regulatory approaches across jurisdictions. This may undermine regulation at the national level and create incentives for regulatory arbitrage. Greater harmonization between national regulatory frameworks would help level the playing field and facilitate the adoption of these technologies on a global scale».

Dal canto suo, anche l'EBA, occupandosi dapprima del tema delle criptovalute³¹ e a seguire del fenomeno *Fintech*³², ha evidenziato in entrambe le circostanze la necessità di definire, nel lungo periodo, un quadro normativo armonizzato che, improntato al principio "same activities, same risks, same rules, same supervision"³³, riservi l'operatività a soggetti autorizzati attraverso la definizione di requisiti in materia di capitale, *governance* e di segregazione dei conti della clientela. La stessa Autorità ha, inoltre, ravvisato, nel breve termine, l'urgenza di mitigare i rischi derivanti dall'interazione tra i nuovi schemi veicolati dalle piattaforme e i servizi finanziari regolamentati.

A tal riguardo si è evidenziato che le autorità di regolamentazione e di vigilanza dovrebbero sviluppare sufficienti competenze tecniche per controllare adeguatamente servizi *Fintech* sempre più complessi. Grazie a questo controllo su base continuativa, le autorità di regolamentazione sarebbero in grado di individuare e anticipare i rischi specifici di diverse tecnologie, nonché di intervenire immediatamente e con un programma chiaro, laddove ciò si renda necessario.

Ricapitolando, i principi di fondo cui il quadro normativo dovrebbe essere improntato sono: 1) neutralità tecnologica; 2) proporzionalità; 3) armonizzazione.

Trattasi di tre leve necessarie per garantire, all'interno dell'Unione Europea, che l'introduzione di un medesimo *level/playing field* tra tutti gli operatori coinvolti, assicuri al contempo una sufficiente protezione degli investitori, un'opportuna riduzione dei rischi derivanti dall'opacità del sistema e da un suo uso distorto,

³¹ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, Discussion paper on the EBA's approach to financial technology (FinTech), EBA/DP/2017/02, 4 August 2017, p. 72 ss. e p. 81.

³² ID., The EBA's Fintech roadmap, Conclusions from the consultation on the EBA's approach to financial technology (fintech), 15 March 2018, p. 29. In merito, si veda pure EUROPEAN COMMISSION, FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector, COM/2018/0109 final, Brussels, 8 March 2018.

³³ Cfr. C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, e G. POTENZA, Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale, cit., p. 76; J. BLACK, The rise, fall and fate of principles based regulation, LSE WP 17/2010.

tenuto conto delle specificità presenti a livello nazionale.

5.1. Un piano d'azione europeo per Fintech

Se con le direttive MiFID II, Antiriciclaggio IV e PSD2, da un lato, nonché i regolamenti GDPR ed IDAS, dall'altro, le istituzioni europee sembrano aver voluto “regolare” taluni processi di digitalizzazione già in atto negli istituti bancari e finanziari, con il *FinTech Action Plan*³⁴ – adottato a valle di una consultazione pubblica svoltasi tra il marzo e il giugno 2017 – per la prima volta la Commissione UE ha dimostrato di aver intercettato, a seguito una questa lunga e articolata fase esplorativa, il vero *leitmotiv* del fenomeno *Fintech*.

In una prospettiva “caleidoscopica”, la presenza di uno spettro di servizi e attività così ampio esige, com'è si è detto, una risposta giuridica altrettanto complessa; circostanza questa che ha spinto la Commissione ad adottare un approccio alquanto innovativo: in un'ottica che potremmo agevolmente definire di *change management* più che di *regulation*, l'organo di governo europeo ha ritenuto opportuno procedere con un programma selettivo di iniziative, volte ad affrontare soltanto specifici aspetti della normativa vigente nella direzione di una progressiva armonizzazione, scartando l'ipotesi di introdurre una disciplina unitaria a livello continentale³⁵.

A tal proposito, il Piano d'Azione consta di una serie di iniziative, atte principalmente a:

i) permettere ai modelli di *business* innovativi di espandersi a livello dell'UE, attraverso l'individuazione di requisiti di autorizzazione chiari e coerenti (da qui la proposta di regolamento

³⁴ EUROPEAN COMMISSION, *FinTech Action plan: for a more competitive and innovative European financial sector*, March 2018, in https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-fintech_en, sul quale, per un primo commento, v. F. ANNUNZIATA, *Distributed Ledger Technology e mercato finanziario: le prime posizioni dell'ESMA*, in *FinTech, Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., p. 229 s

³⁵ M. BIANCHINI, L'approccio eurounitario ai nuovi “modelli di business” del Fintech, in *Diritto del Fintech*, cit., p. 457 ss.

in materia di *crowdfunding*);

ii) aumentare la concorrenza e la cooperazione tra gli operatori del mercato attraverso norme comuni e soluzioni interoperabili;

iii) favorire l'emergere di modelli di *business* innovativi in tutta l'UE attraverso i c.d. "facilitatori *FinTech*", poli di innovazione o spazi di sperimentazione normativa – su tutti "hub" e "sandbox" già presenti in diversi paesi europei³⁶ – in cui poter sperimentare soluzioni normative con il sostegno di un'autorità e identificare, coerentemente alle pratiche di vigilanza in vigore, la migliore prassi;

iv) valutare l'adeguatezza delle norme UE e prevedere misure di salvaguardia per le nuove tecnologie nel settore finanziario;

v) promuovere la diffusione dell'innovazione tecnologica e rafforzare la sicurezza e la resilienza del settore finanziario.

Il raggiungimento di questi obiettivi richiede che le singole realtà locali si coordinino nella definizione di regole che facilitino l'affermazione del comparto³⁷. A tal fine, la Commissione ha preferito evitare una formazione cogente, per delineare, invece, una serie di *best practices* da porre in essere seguendo un "piano di lavoro" articolato in ventitré punti. L'unica eccezione all'approccio adottato dalla Commissione è costituita dalla proposta di Regolamento relativa ai fornitori di servizi di *crowdfunding* di capitale di rischio e di debito (*European Crowdfunding Service Providers–ECSP*) che rappresenta un servizio finanziario del tutto nuovo e, dunque, meritevole di autonoma considerazione (e disciplina).

Attualmente, per operare in diversi Stati membri le piattaforme hanno bisogno di confrontarsi con i differenti ordinamenti

³⁶ E. CORAPI, *Regulatory Sandbox nel Fintech?*, ne I diversi settori del Fintech, cit., p. 19 ss.

³⁷ Il "Piano d'azione" ha già visto la nascita di due importanti iniziative: l'"Osservatorio e forum dell'UE sulla Blockchain e *Distributed ledger technology*, incaricato di studiare la fattibilità di una *blockchain* pubblica dell'UE per lo sviluppo di servizi transfrontalieri e la creazione di un'infrastruttura per i servizi digitali nel quadro europeo; e l'"EU Fintech Lab", un'iniziativa non commerciale istituita dalla Commissione europea, atta a fornire formazione a regolatori e supervisor e condividere le conoscenze sulle nuove tecnologie attraverso dimostrazioni pratiche, discussioni di esperti e *workshop* sul tema del *cloud outsourcing* nel settore bancario e assicurativo.

nazionali³⁸ mentre, se l'atto proposto dalla Commissione dovesse essere approvato dal Parlamento e dal Consiglio dell'Ue, si aprirebbe l'opportunità per i gestori di richiedere l'autorizzazione direttamente all'ESMA (cd. *opt-in*) sulla base di un quadro normativo uniforme, potendo in tal modo tali piattaforme operare su base transnazionale sotto la vigilanza della stessa Autorità europea. La proposta non trascura, tuttavia, di individuare apposite misure a protezione degli investitori, fissando regole chiare sugli obblighi informativi, sulla *governance* e sulla gestione del rischio.

6. Un approccio basato sulla *hard regulation*

Un primo approccio (più restrittivo) intende ripercorrere esperienze già valutate ed intraprese, richiamando principi e soluzioni adottati in campi distinti ma analoghi del sistema finanziario. In tal caso l'ipotizzata applicazione di una normazione omogenea da estendere anche ai *new entrants* dovrebbe essere:

- a) informata ai criteri di ampiezza ed equilibrio, necessari per valutare nel loro insieme opportunità e rischi per l'intero mercato finanziario;
- b) basata sull'attività svolta, garantendo l'applicazione delle medesime regole a tutti i soggetti che operano con le valute virtuali, indipendentemente dalla loro forma o natura giuridica;
- c) focalizzata sui punti di interconnessione tra dimensione virtuale e dimensione reale, per limitare le criticità per il sistema e per i fruitori;
- d) coordinata a livello internazionale, trattandosi di attività naturalmente deputate ad operare in ambiti transfrontalieri.

³⁸ Sul fronte della disciplina delle piattaforme specializzate in servizi di *crypto-asset*, la Francia, con la legge 2019-486 del 22 maggio 2019 (nota come "legge PACTE"), ha introdotto un regime regolamentare facoltativo per le *Initial Coin Offering* (ICOs) e per i *provider*. Il nuovo *framework* normativo ha il merito, sotto il profilo della tecnica legislativa, di attingere alla normativa esistente che disciplina gli intermediari finanziari e di adattare i requisiti ai nuovi soggetti, creando anche una proporzionalità negli adempimenti e stabilendo dei requisiti *ad hoc* per le varie tipologie di fornitori di servizi. Per un primo commento critico alla disciplina francese cfr. P. CARRIÈRE, *Initial Coin Offerings (ICOs): Italia-Francia, due approcci regolatori a confronto*, in *Dirittobancari.it*, 15 gennaio 2020; A. BERRUTO, *La nuova disciplina francese dei crypto-asset: un imperfetto tentativo regolatorio?*, *ivi*, 11 febbraio 2010.

Vi sono tuttavia dei “contro” rispetto alla soluzione qui prospettata che vale la pena tenere nella dovuta considerazione. Le critiche più aspre si concentrano, infatti, sul timore che una regolamentazione ricalcata sulle maglie di una attività tradizionale, in particolare quando trattasi di quella bancaria, possa deprimere eccessivamente le potenzialità, in termini di duttilità, proprie del *Fintech*.

Invero, il quadro normativo esistente non sempre offre la flessibilità applicativa sufficiente per adeguarsi in modo tempestivo al progresso tecnologico. I nuovi operatori si caratterizzano infatti sia per l’impiego della tecnologia sia per l’offerta di più servizi, che possono ricadere solo in parte nelle tradizionali fattispecie e interessare competenze di più autorità.

Si aggiunga che, nel considerare prodotti e servizi offerti dalle piattaforme alla stregua di quelli già presenti sul mercato o nel riservarne l’emissione o intermediazione ai soli operatori tradizionali, si corre il pericolo di introdurre incentivi allo sdoppiamento dell’attività tra quella “autorizzata” e quella illecita che si svolgerebbe sul c.d. “deep internet”.

Da ultimo, non va neppure sottovalutato che una disciplina troppo dettagliata e rigida rischia in concreto di diventare velocemente obsoleta, stante la difficoltà per il legislatore di seguire i rapidi sviluppi della realtà digitale.

7. Un approccio ispirato alla *soft regulation*

Preso atto, dunque, che il livellamento del terreno di gioco tende tradizionalmente ad essere operato “per eccesso”, gravando gli operatori innovativi che si affacciano sul mercato di fardelli regolamentari sovrabbondanti rispetto all’entità dell’attività svolta ed alla tipologia e dimensione dei rischi connessi, sembrerebbe soluzione più ponderata quella volta a disegnare misure di regolazione *ad hoc*, che sappiano meglio conciliare le esigenze concorrenziali con quelle di protezione dei consumatori salvaguardando al contempo i vantaggi che in chiave di sviluppo

dei mercati e miglioramento dei servizi discendono dall'innovazione tecnologica.

Stando attenti a non alterare le strutture normative poste a protezione degli investitori e della stabilità del mercato, la previsione di puntuali esenzioni quali-quantitative consentirebbe di disegnare una disciplina *light* improntata ai principi di proporzionalità e ragionevolezza. Per inciso, il ricorso al principio di proporzionalità si tradurrebbe in una semplificazione delle procedure autorizzative e dei requisiti patrimoniali. Agli operatori del settore, infatti, verrebbero richiesti adempimenti proporzionati all'impatto dell'attività che andrebbero a svolgere.

Senza che si produca uno sconvolgimento del quadro regolatorio esistente, l'inserimento di un regime più morbido potrebbe avvenire ricorrendo alla previsione di un regime di *opt-in*.

Un altro punto a favore di un modello su misura sarebbe quello di favorire lo sviluppo delle attività *Fintech* nella loro fase iniziale. Trattasi di un'esigenza particolarmente avvertita dalle *start-up* ma non solo, visto che questo regime agevolato, per ragioni di equità, potrebbe estendersi, pur con taluni lievi adattamenti, a tutti gli operatori e quindi anche a quelli di stampo tradizionale.

Malgrado i vantaggi associati ad una simile soluzione siano di immediata evidenza, possono anche in tal caso trovare spazio alcune considerazioni di tenore opposto. A partire dal pericolo, già *supra* menzionato, che la spinta alla personalizzazione delle regole, in presenza di attività analoghe per oggetto ma dissimili per tecnologia applicata e per caratteristiche dell'impresa, finisca per produrre un numero eccessivo di "statuti" speciali, nazionali ed europei, dei quali solo (o prevalentemente) i nuovi operatori potrebbero in concreto avvalersi³⁹.

³⁹ In tal senso v. A. CANEPA, Il design della regolazione in un'economia "uberizzata" fra problemi di definizione del mercato, tutela degli utenti e ricerca di regole efficaci, in Riv. trim. dir. eco., Suppl. al n. 4/2016, p. 17 ss. Come testimoniato nel report del FINANCIAL STABILITY BOARD, Financial Stability Implications from FinTech, cit., p. 25 ss., alcuni Paesi, anche dell'Unione europea hanno introdotto o pensano di introdurre regimi diversificati in particolare nell'area dei sistemi di pagamento, e del crowdfunding e del lending.

Il bisogno di ripristinare condizioni di parità richiederebbe la previsione di ulteriori meccanismi di *disclosure* e di misure organizzative preposte a garantire forme di tutela analoghe.

Inoltre, qualora venisse prevista anche una clausola di *opt-in*, la normativa di nuovo conio non troverebbe comunque applicazione ai soggetti che ritenessero vantaggioso avvalersi del regime agevolato, creando un sistema ancor più frammentato con operatori simili ma assoggettati a statuti diversi.

Non v'è dubbio che in un contesto normativo eccessivamente disarticolato crescerebbero le difficoltà degli intermediari finanziari nell'adottare, sviluppare ed innestare le nuove tecnologie nei *business* tradizionali, con impatti negativi sulla competitività e sui profitti⁴⁰.

8. Il modello “a matrice” tra luci e ombre

È opinione condivisa che la frequente evoluzione dei prodotti, cui si aggiunge l'ampiezza e la vischiosità del quadro in cui tali processi prendono forma, rendano necessaria l'adozione di una tecnica elastica.

Si è più volte rimarcato che, in un contesto di innovazione dinamica, la chiave sta in una regolamentazione intelligente basata sull'eccellenza analitica (competenze di un legislatore avveduto e lungimirante) e sulla proporzionalità.

Tuttavia, sulla scia di quanto avvenuto in Italia per il *crowdfunding*⁴¹, anche la spinta più decisa in favore della

⁴⁰ La disciplina proposta attraverso il doppio regime di opt-in/opt-out potrebbe comportare uno stretto collegamento tra le piattaforme di offerta e quelle di scambio, nella misura in cui si imponga che i servizi offerti per il tramite di operatori specializzati e regolamentati abbia ad oggetto unicamente attività destinate a svolgersi nell'ambito di circuiti regolati e vigilati. Si osserva, ad esempio, che una forma di incentivo all'esercizio dell'opt-in, da parte dei promotori delle ICOs, potrebbe essere rappresentata dalla deroga all'applicazione delle discipline relative al prospetto d'offerta e alla promozione e collocamento a distanza per le crypto-attività che integrino la nozione domestica di prodotto finanziario. Per maggiori spunti in atl senso, v. F. BRIZZI, Nuove tecnologie e modalità di finanziamento delle imprese, in Rivista quadrimestrale on-line *www.i-lex.it*, fasc. 12, 2019, p. 194 ss.

⁴¹ In Italia la Consob ha dettato una specifica regolamentazione dell'equity crowdfunding nel 2013 (Regolamento sulla raccolta di capitali

proporzionalità per talune nuove attività, laddove esercitate da operatori emergenti, rischia, se non accompagnata da una rivisitazione profonda del modello di regolazione e vigilanza in essere, di creare un ingiusto vantaggio competitivo per gli operatori non tradizionali rispetto alle banche, gravate in linea di principio da oneri regolamentari “strutturali” maggiori⁴².

Come si può allora giungere a definire un quadro giuridico coerente, completo e prevedibile che consenta un’equilibrata applicazione del suddetto principio, sia nella fase di regolazione che in quella di supervisione?

Per tentare di fornire una soluzione adeguata a tali istanze, e per allinearsi alle indicazioni provenienti dalle Istituzioni europee, ogni nuovo statuto normativo dovrebbe essere costruito attorno al concetto di “rischio”, da prendere in considerazione nelle sue varie accezioni: di credito, di mercato, operativo, di *compliance*, di *misconduct*, reputazionale, sistemico.

Come suggerito da un’attenta dottrina⁴³, la soluzione potrebbe essere individuata ricorrendo ad un modello di regolazione che configurandosi come una “matrice” si articola lungo tre coordinate – tipo di attività esercitata; prodotto/servizio; dimensione operativa (quest’ultima da intendersi nell’accezione di entità di attivo a rischio). La rappresentazione tridimensionale del problema che si ottiene attraverso l’intersezione di queste tre variabili consente di

di rischio tramite por- tali on-line, delibera 18592 del 26 giugno 2013, emanata in attuazione del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179. A livello europeo, constatata l’attuale divergenza tra le scelte regolatorie adottate nei diversi Stati membri, laddove esistenti, la Commissione (Proposal for a regulation on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business, COM(2018)113 del 8 marzo 2018) si è concentrata sulla necessità di prevedere un regime opzionale uniforme per le piattaforme di crowdfunding che intendano offrire i propri servizi nell’ambito del mercato unico. La proposta della Commissione prevede che il gestore autorizzato e vigilato dall’ESMA, in conformità ai requisiti che verranno fissati dal regolatore europeo, potrà operare nel paese di stabilimento così come negli altri Stati membri, in regime di mutuo riconoscimento.

⁴² Per questo motivo alcune banche hanno “esternalizzato” le attività tecnologicamente più innovative, con spin-off o partecipando a imprese start-up non finanziarie.

⁴³ Sulle peculiarità di tale modello, si veda, in particolare, l’esposizione di G.L. GRECO, One size fits all: il cannone e la mosca, in *Dir. banc. merc. finanz.*, n. 3, 2019, p. 425 ss.

individuare l'intensità della regolazione e il tipo di strumenti di controllo da attivare.

Per essere più chiari, il modello descritto permette di prendere in considerazione:

a) "requisiti di base" (strutturali, prudenziali, di comportamento, di trasparenza) volti a regolamentare, sulla base dell'attività esercitata, l'accesso di qualunque operatore, *Fintech* o meno, al mercato finanziario;

b) "requisiti aggiuntivi" che sono diversamente modulati in funzione della complessità dei prodotti emessi o dei servizi prestati e/o della dimensione degli attivi a rischio dei soggetti autorizzati.

Al di là degli indubbi meriti che si possono ascrivere a tale modello, uno sguardo più critico consente di mettere in risalto alcune crepe che ne inficiano alle fondamenta la corretta funzionalità. Le falle cui si fa riferimento riguardano in particolare le due "dimensioni" associate al rischio e alla complessità.

Per quanto concerne la prima, si segnala che una puntuale definizione di rischio, connotato cruciale intorno al quale il modello è costruito, dovrebbe essere basata su esigenze reali, senza essere influenzata dalle pressioni che gli operatori tradizionali hanno interesse a esercitare. Non occorre trascurare, infatti, che i rischi connessi al crescente ricorso all'innovazione tecnologica sono strategici, operativi, informatici e di *compliance*; e riguardano sia gli intermediari esistenti, sia i *new players*. L'intervento regolatorio dovrebbe, pertanto, assicurare che i soggetti vigilati adottino strutture di *governance* e processi di *risk management* idonei a identificare, gestire e monitorare adeguatamente tutte le dimensioni (anche inedite) dei rischi connessi al *Fintech*. Questi ultimi, inoltre, possono essere amplificati in considerazione del fatto che alcune imprese del settore svolgono la loro attività su base *cross-border*.

Riguardo, invece, alla seconda, si può eccepire che per gli operatori digitali andrebbe presa in considerazione una particolare accezione della complessità "per prodotto", rappresentata proprio

dalla tecnologia utilizzata (si pensi all'utilizzo degli algoritmi nell'attività di *trading*, nella valutazione del merito creditizio e nell'adeguatezza di una raccomandazione all'investimento). Del resto, è opinione condivisa che l'impiego di tecnologie comportanti rischi elevati sul piano sistemico o in termini di protezione dei clienti dovrebbe richiedere una vigilanza più stringente e l'imposizione di requisiti aggiuntivi (in particolare, sul versante patrimoniale, organizzativo e delle regole di condotta). È piuttosto evidente che tutto ciò implicherebbe un capovolgimento rispetto al modello *light* idealmente prefigurato.

Se non fosse che, per il principio di neutralità tecnologica sancito ai livelli più alti, questa variabile può (anzi deve) essere rimossa dalle valutazioni che sottostanno alla creazione del nuovo paradigma regolamentare.

Insomma, vi è più di qualche elemento che porta a ritenere che anche il modello "a matrice", per le ragioni appena illustrate, non consenta di superare gli ostacoli in parte già segnalati per altri tipi di approcci, e impedisca pertanto di giungere ad una soluzione regolamentare in grado di bilanciare adeguatamente interessi divergenti.

8.1. Alcune considerazioni a latere del principio di neutralità tecnologica

La regolamentazione può incidere significativamente sull'innovazione tecnologica oltretutto sulla struttura del sistema: sia, in senso restrittivo, attraverso risposte troppo invasive o troppo affrettate, sia in senso propulsivo, per mezzo di reazioni più miti e attendiste che, tuttavia, recano con sé il pericolo di pregiudicare la tutela dei fruitori di servizi e l'integrità dei mercati finanziari⁴⁴.

Si tenga presente, altresì, che la neutralità tecnologica (che libera gli operatori da soluzioni tecniche predefinite) è auspicata

⁴⁴ N. LINCIANO e P. SOCCORSO, FinTech e RegTech: approcci di regolamentazione e di supervisione, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, cit., p. 34.

tanto dai *new comers* quanto dagli *incumbents*⁴⁵.

Il che permette di constatare come un sostanziale contrasto e mancato rispetto delle regole viventi non è giustificabile sulla base del solo avanzamento tecnologico.

Gli interventi che sino ad ora si sono affastellati su *Fintech* hanno riguardato singole articolazioni del sistema finanziario. Questo dato empirico consente di affermare che prima di un “European Level Playing Field” occorra costruire un “European Level Tech Field”, cioè la base tecnica intorno alla quale gravitano e della cui energia *disruptive* i nuovi *business models* si alimentano. Per inciso, non si possono disegnare buone regole se non si comprende a fondo la tecnologia sottostante (cioè il fenomeno) ed i rischi ad essa associati⁴⁶.

Semmai, sarebbe più opportuno, in luogo della tecnologia impiegata dal singolo operatore, prendere a riferimento il paradigma tecnologico alla base di *Fintech*, che è concetto più esteso e profondo del primo, e che risulta talmente nuovo e discontinuo da portare ad un profondo mutamento dell’assetto del mercato poiché ne altera alla radice la struttura recando nuovi rischi o rafforzando quelli preesistenti.

Rebus sic stantibus, una soluzione prospettabile potrebbe essere quella di imporre un obbligo al gestore della piattaforma di assicurare l’affidabilità tecnologica, prevedendo casomai a livello normativo: i) obblighi minimi di validazione/certificazione dei protocolli tecnologici utilizzati; ii) le modalità di verifica di tali obblighi; iii) verifica che, in luogo degli stessi gestori, potrebbe essere svolta da soggetti specializzati,

Puntando nel contempo un faro anche su un tema di crescente

⁴⁵ Come sottolineato da F. PANETTA, Indagine conoscitiva sulle tematiche relative all’impatto della tecnologia finanziaria sul settore finanziario, creditizio e assicurativo, Camera dei Deputati - VI Commissione (Finanze), Roma, 29 novembre 2017, il principio di neutralità tecnologica, in particolare, si muove nella logica di «stessi servizi, stessi rischi, stessa tecnologia». In senso conforme v. anche da G. FALCONE, Tre idee intorno al c.d. “Fintech”, cit.

⁴⁶ M. CAVALLO e M.L. MONTAGNANI, L’industria finanziaria tra Fintech e Techfin: prime riflessioni su Blockchain e smart contract, in Fintech: diritti, concorrenza, regole, cit., p. 329 s.

interesse, quello della responsabilità degli algoritmi, ovvero di quelli che potrebbero considerarsi i nuovi “derivati” dell’era digitale, «l’ordinamento europeo ha già mostrato di voler superare il menzionato principio di neutralità tecnologica, introducendo un’autonoma e specifica regolazione dedicata ai servizi e alle attività che vengono condotte avvalendosi di tecnologie particolarmente innovative (una sorta di *algo-governance*)»⁴⁷.

9. Da un modello “a matrice” a un sistema misto di “co-regulation”

Visti, dunque, i limiti (*rectius* vizi di progettazione) che inficiano alla base il modello “a matrice”, potrebbe avere un esito diverso il ricorso ad un sistema misto di “co-regulation”, dove dispositivi di “self-regulation” si intessono con la regolazione vigente per creare un ordito la cui principale caratteristica è l’elevata plasticità.

Indubbiamente un modello siffatto permetterebbe di conseguire una serie di vantaggi di carattere generale: 1) istituire presidi adeguati di tutela degli utenti; 2) garantire maggiore flessibilità e adattamento ai cambiamenti rispetto alla regolazione tradizionale così da implementare un quadro normativo valido (duraturo) per un orizzonte temporale medio/lungo; 3) assicurare un livello appropriato di concorrenza tra *new players* e *incumbents*. E altri di carattere specifico concernenti: 1) il superamento dell’asimmetria informativa anche attraverso una condivisione delle informazioni; 2) la capacità di tenere conto delle diversità esistenti nei settori nei quali le piattaforme operano e di differenziare le iniziative

⁴⁷ Così F. MATTASSOGLIO, Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica, in Riv. dir. reg. merc.(www.dirittodellaregolazioneideimercati.it), n. 2, 2018, p. 229; su questo tema v., pure, M.T. PARACAMPO, FinTech tra algoritmi, trasparenza e algo-governance, in Dir. banca merc. finanz., n. 2, 2019, p. 228 s.; T. GILLESPIE, The Relevance of Algorithms, in <http://citeseerx.ist.psu.edu>. Per R. LENER, Tecnologie e attività finanziarie, in Riv. trim. dir. eco., n. 3, 2019, p. 271, sebbene il principio di neutralità tecnologica appaia “rassicurante”, poiché teoricamente votato a garantire condizioni di mercato paritarie, «non è agevole disegnare norme che davvero lo impongano e consentano di monitorarlo».

regolatorie anche in funzione delle tipologie di utente⁴⁸.

Attraverso il prisma di questo caleidoscopio gli stessi operatori *Fintech* non apparirebbero più solo come entità da disciplinare e vigilare, ma assurgerebbero ad attori del processo di normazione del settore. In tal modo verrebbero di slancio superati i problemi posti dall'asimmetria informativa che affliggono (penalizzano) il regolatore, in special modo con riguardo alle modalità di funzionamento delle piattaforme nonché ai loro possibili sviluppi tecnologici⁴⁹.

Per le *start-up* tecnologiche un costo elevato della regolamentazione è incompatibile con il loro modello di *business* snello. In una fase iniziale, tali imprese devono poter differire il più possibile le spese per concentrarsi sulla costruzione di un prodotto redditizio con potenziale elevato commerciale. Rispetto ad un regime normativo basato sui principi, l'approccio idoneo a bilanciare l'esigenza di non introdurre eccessivi oneri è, infatti, quello in cui non si prevedono requisiti organizzativi/patrimoniali, ma si concentra invece l'attenzione sulla trasparenza così da privilegiare l'introduzione di regole poste a salvaguardia degli investitori. Riguardo a tale circoscritto ambito di intervento, si dovrebbe prevedere almeno la pubblicazione: a) di un documento iniziale per l'offerta del servizio contenente informazioni minime (sul modello dei diffusi *White Paper*) sull'oggetto dell'operazione, sulle attività (numero, valorizzazione, sistemi di incentivi, negoziabilità) e sulle caratteristiche tecnologiche delle piattaforme; b) di aggiornamenti periodici (ad esempio, annuali) e straordinari del predetto documento iniziale.

⁴⁸ D'altro canto, come evidenziato da S. AMOROSINO, Le regolazioni pubbliche delle attività economiche dell'era telematica, cit., p. 26, «per le loro stesse strutture e modalità di funzionamento i nuovi mercati sono oggettivamente regolamentabili e controllabili solo in misura ridotta».

⁴⁹ Sulla nozione di regolazione, comprensiva della regolamentazione e del controllo delle attività, cfr. S. AMOROSINO, Trasformazioni dei mercati, nuovi modelli regolatori e mission del diritto dell'economia, in *Dir. econ.*, n. 2, 2016, p. 339 ss. Sull'attività di regolazione condotta essenzialmente attraverso procedimenti automatizzati (c.d. "algorithmic regulation"), cfr. K. YEUNG, Algorithmic Regulation: A critical Interrogation, in <https://doi.org/10.1111/reg.12158>.

Un simile approccio consente di concentrare l'attenzione sullo spirito di un regolamento piuttosto che insistere sul "box ticking". A latere, spetterà quindi ai gestori delle piattaforme, tramite autodisciplina, decidere a propria discrezione se ottemperare ad altri requisiti aggiuntivi⁵⁰.

A ben considerare, la flessibilità di un modello basato su principi crea un livello di incertezza su ciò che è esattamente previsto in termini di conformità. Diversamente, nell'approccio basato su regole, il fatto che gli obblighi di conformità siano chiaramente definiti può limitare l'incentivo dell'entità supervisionata a fare di più perché gli obblighi "imposti" sono percepiti come sufficientemente completi.

Esiste tuttavia un modo per superare le differenze non solo tra i

⁵⁰ Questa sembra essere la strada intrapresa nel Regno Unito con la previsione di cosiddette regulatory sandbox, cioè di spazi giuridici circoscritti ed osservabili, che creano complessivamente un contesto di favore per le imprese, grazie ad una deregolamentazione circoscritta. L'istituto del sandbox nasce da una richiesta di flessibilità nell'applicazione di un set normativo e regolamentare altamente sofisticato e di regola parametrato alle caratteristiche e risorse di banche, assicurazioni e imprese di investimento. All'interno delle sandbox potrebbero, infatti, concedersi licenze temporanee alle start-up operanti nel settore della tecnologia finanziaria.

In Francia si segnala l'esperienza del regulatory sandbox lanciato dall'Authorité des Marchés Financiers (AMF) con l'istituzione di una divisione dedicata a FinTech, Innovation et Compétitivité (FIC). L'obiettivo è quello di supportare lo sviluppo di nuovi business tenendo sotto controllo i rischi emergenti. La regulatory sandbox francese offre ai partecipanti l'accesso al mercato unico europeo e al passaporto; un set di possibili status riconosciuti che permettono differenti permessi di attività e un programma di supporto dedicato ai nuovi entranti.

In Italia le condizioni e le modalità di esercizio di un periodo di sperimentazione per le iniziative Fintech all'interno di un regulatory sandbox è stato disciplinato all'art. 36 del d.l. 34/2019 (convertito in legge 28 giugno 2019, n. 159). Le "sperimentazioni", così come delineate dal "decreto Crescita", ricalcano le principali caratteristiche dei sandbox europei. Di talché, le iniziative che potranno essere intraprese dalle principali autorità nazionali di settore (Banca d'Italia, Consob, Ivass) si dovranno conformare al principio di proporzionalità. Il che si traduce in: i) requisiti patrimoniali ridotti; ii) regole comportamentali proporzionate alle attività che si intendono svolgere; iii) tempi più rapidi delle procedure autorizzative. A mente della proposta, tali misure possono essere infatti differenziate ed adeguate in considerazione delle particolarità e delle esigenze dei casi specifici fermo restando il carattere di temporaneità e di tutela (anche in termini informativi) di consumatori e investitori. Per una descrizione più analitica di tale strumento si rinvia a E. CORAPI, Regulatory sandbox nel Fintech?, in I diversi settori del Fintech, cit., p. 27 ss.; S. VEZZOSO, Sabbie, innovazione e concorrenza: il caso Fintech, in Fintech: diritto, concorrenza, regole, cit., p. 86 ss.

due modelli normativi, ma anche tra le istituzioni finanziarie tradizionali e le *start-up* tecnologiche. La soluzione potrebbe consistere nell'andare oltre una lettura rigorosa del testo in modo tale che gli approcci normativi, basati su regole o basati su principi, non siano visti come reciprocamente esclusivi.

Sebbene i quadri normativi basati su regole abbiano maggiori probabilità di creare barriere all'ingresso per i nuovi concorrenti⁵¹, la chiarezza e la certezza della regolamentazione ad essi associati sono importanti non solo per gli *incumbents*, ma anche per coloro che intendono investire in *start-up* del settore. Man mano che la *start-up* matura, cresce anche la sua cultura e capacità di *compliance* quale effetto derivato della capacità di attrarre maggiori risorse finanziarie. I costi più alti e le crescenti complessità associati a tale modello possono quindi essere compensati dai vantaggi che si conseguirebbero in un orizzonte più ampio. Gli obblighi normativi di un'azienda *Fintech* dovrebbero, pertanto, essere dinamici, nel senso di essere adattabili alle dimensioni e all'attività di una piattaforma man mano che il suo *business* cresce e cambia.

Beninteso, per quanto si condivida il *favor* per l'innovazione e una maggiore facilità di accesso al settore, resta fermo il convincimento che non si possa prescindere dalla previsione di "filtri" volti a verificare la sussistenza, e *durante societate* la persistenza, dei presupposti che a rigor di legge devono presiedere allo svolgimento professionale di una specifica attività finanziaria.

Va da sé che la capacità di poter controllare in tempo reale la solvibilità, la liquidità e il rischio di un operatore finanziario consenta, in una prospettiva di lungo periodo, di promuovere sia la stabilità del mercato sia la competitività del settore.

10. Riflessioni conclusive

La rivoluzione tecnologica ha reso incerto anche ciò che poteva

⁵¹ V. J. GROVES, Crowdfunding – Regulations are now the Biggest Barrier to Entry, UK CROWDFUNDING, May 30, 2014, disponibile all'indirizzo <http://www.ukcfa.org.uk/crowdfunding-regulations-are-now-the-biggest-barrier-to-entry/news>.

considerarsi certo. La velocità e la multidimensionalità degli sviluppi in atto appaiono parametri difficilmente misurabili, al punto da rendere tracciabili solo ipotesi di evoluzione del sistema finanziario. Molte, infatti, sono le variabili in gioco, interne ed esterne al campo d'azione proprio delle piattaforme *Fintech*, le cui dinamiche e interazioni non sono facilmente prevedibili.

Il tema di “come regolare” e “per quali obiettivi” rimane al centro del dibattito europeo sul *Fintech*. Assecondato il bisogno di un approccio prudente di “wait and see” che in una fase iniziale ha guidato la reazione delle autorità europee, si impone ora un intervento regolamentare che sia improntato all'organicità ed alla semplificazione, fatto di regole e principi chiari, e il cui *focus* risulti incentrato sui rischi potenziali che si annidano in un'industria finanziaria tecnologizzata.

L'implementazione del settore *Fintech*, passa anche per l'introduzione di un quadro prudenziale di vigilanza, recupero e risoluzione, nonché di un sistema di garanzia dei depositi, analogo a quello previsto per gli enti tradizionali (tra cui le banche).

In luogo di numerose e dettagliate norme riferite a specifici servizi e prodotti, sembra preferibile infatti introdurre regole di carattere trasversale concernenti questioni chiave del *Fintech* (trasparenza dell'*AI*, utilizzo del *DLT/blockchain*, *data sharing*, solo per fare alcuni esempi). Un quadro disciplinare suddiviso in sottosistemi, pur apparentemente e dichiaratamente autonomi e autosufficienti, rischia, tuttavia, di dare vita ad un edificio normativo non adeguatamente controllato e razionale, dove abbondano scelte contraddittorie, divaricazioni normative, incertezze e lacune. Evidenti sono, infatti, le ricadute che si registrerebbero in termini di concorrenza falsata tra operatori e di diversa intensità dei regimi di protezione apprestata agli interessi in gioco, pur a parità di attività e di servizi prestati.

In altri termini, le nuove norme dovranno essere gradualmente e proporzionate, basate su uno stretto dialogo con gli operatori, per non frenare l'innovazione. Gli interventi dovranno rispondere alle

esigenze del mercato, presidiandone i possibili rischi.

Il settore dei servizi finanziari è anacronisticamente ancorato a modelli con forte connotazione territoriale. Nell'era digitale la dimensione locale non ha motivo di esistere visto che la sostenibilità dei nuovi modelli di *business* richiede che questi possano scalare sui mercati internazionali.

In un'ottica di cooperazione transfrontaliera, i modelli di vigilanza vanno ripensati per comprendere appieno i "messaggi" e le "novità" che l'esperienza concreta offre. Del resto, una normativa *Fintech* integrata a livello Ue è un presupposto imprescindibile per lo sviluppo delle tecnologie finanziarie e per evitare il pericolo di una possibile frammentazione del mercato. La creazione di un "Mercato unico tecnologico dei servizi finanziari" richiede la predisposizione di un'architettura innovativa e al "passo con i tempi". Ipotizzare che sullo scenario mondiale si continui a procedere per accordi bilaterali è molto limitativo.

È quindi probabile che il futuro della regolamentazione sia in queste iniziative e che per un corretto sviluppo del *Fintech* servano una semplificazione ed una standardizzazione a livello internazionale, guidate dalle istituzioni e supportate dagli attori del mercato".

In tale prospettiva, da più parti si auspica la redazione di un "Testo unico *Fintech*", cioè un'unica fonte a cui potersi rivolgere e dove è possibile reperire tutte le norme di un settore dalla forte connotazione multidisciplinare e transnazionale.

Di fronte ad un fenomeno al tempo stesso dirompente e *disruptive*, il ruolo del diritto non può ridursi ad un processo di mera fossilizzazione delle regole, ma deve divenire promozionale e regolatorio insieme. Lo spazio del diritto è ancora molto vasto, ma occorre che i giuristi abbiano grande visione (fantasia). Non siamo nel "Paese delle meraviglie", ma il rischio, come accadde ad Alice, di ruzzolare dentro la tana del "Bianconiglio" al momento appare come uno scenario reale!