

# Relazione AIR

(Art. 10 dPCM 15 settembre 2017, n. 169)

**Provvedimento:** decreto-legge recante la disciplina dell'emissione e la circolazione in forma digitale di strumenti finanziari e misure di semplificazione della sperimentazione FinTech

**Amministrazione competente:** Ministero dell'economia e delle finanze – Dipartimento del Tesoro

**Ufficio competente:** Direzione V - Ufficio IV

*Referente dell'amministrazione competente:* Laura Larducci [laura.larducci@mef.gov.it](mailto:laura.larducci@mef.gov.it)

## SINTESI DELL'AIR E PRINCIPALI CONCLUSIONI

Il presente decreto-legge introduce, innanzitutto, disposizioni in materia di emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale, tramite l'impiego di tecnologie basate sui registri distribuiti (*Distributed Ledger Technology* o, di seguito "DLT"). Infatti, al fine di favorire la transizione digitale del sistema economico-produttivo italiano e di stimolare l'affermazione di nuovi canali di finanziamento delle attività imprenditoriali, si introduce un regime di emissione e circolazione di strumenti finanziari basati sull'impiego di tecnologie DLT, come definite all'articolo 2, numero 1, del regolamento (UE) 858/2022.

Considerato il contesto normativo nazionale e la recente evoluzione della regolamentazione europea con l'adozione del regolamento (UE) 2022/858 (di seguito "regolamento (UE) DLT *pilot regime*"), l'obiettivo della disciplina in commento è quello, generale, di favorire nuovi meccanismi di raccolta di capitali a beneficio dell'economia reale e nuove forme di circolazione degli strumenti finanziari, in un contesto di sicurezza tecnologica e nell'ambito di quadro giuridico solido e certo a tutela degli investitori, per permettere al sistema economico-finanziario italiano di essere in linea con l'evoluzione tecnologica nello scenario competitivo globale. L'intervento normativo in esame, inoltre, consente l'adeguamento dell'ordinamento alle previsioni del citato regolamento (UE) DLT *pilot regime*.

Allo stesso tempo, sono previste misure di semplificazione per l'accesso alla sperimentazione FinTech.

Gli obiettivi perseguiti con il presente provvedimento normativo sono coerenti con il programma di Governo, la cui azione è tesa a favorire ed incrementare lo sviluppo del mercato dei capitali, nell'ottica della sua progressiva digitalizzazione, e a canalizzare maggiormente gli investimenti privati a favore delle imprese italiane.

### 1. CONTESTO E PROBLEMI DA AFFRONTARE

L'articolato in commento disciplina l'emissione e la circolazione di alcune categorie di strumenti finanziari tramite il ricorso a tecnologie di registro distribuito, adeguando l'ordinamento alle previsioni di cui al Regolamento UE 2022/858 (cd. DLT *pilot regime*), del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2022, relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i

regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE. La richiamata normativa europea fa parte di un pacchetto di misure volte ad abilitare e a sostenere ulteriormente il potenziale della finanza digitale in termini di innovazione e concorrenza, governandone i potenziali rischi. Il pacchetto sulla finanza digitale comprende una nuova strategia finanziaria digitale dell'UE, volta a garantire che l'Unione abbracci e promuova la rivoluzione digitale con imprese europee innovative in prima linea, mettendo i vantaggi della finanza digitale a disposizione dei consumatori e delle aziende europee. Uno degli ambiti prioritari individuati dalla strategia è garantire che il quadro normativo dell'UE in materia di servizi finanziari sia favorevole all'innovazione e non ostacoli l'uso delle nuove tecnologie. In linea con gli obiettivi fissati in sede comunitaria, il regolamento DLT *pilot regime*, rappresenta il primo intervento concreto volto a fornire livelli adeguati di tutela dei consumatori e degli investitori, e a consentire alle imprese innovative di utilizzare la tecnologia di registro distribuito.

A fronte del contesto europeo sopra descritto, l'attuale regolamentazione italiana sulla emissione e circolazione degli strumenti finanziari, non contempla un regime per l'emissione e la circolazione tramite il ricorso alla DLT. Le modifiche contenute nel presente decreto rappresentano, pertanto, il presupposto necessario per garantire la piena operatività del DLT *pilot regime* in Italia e rispondono all'esigenza di adattare l'ordinamento italiano alle forme di circolazione degli strumenti finanziari basate su soluzioni tecnologicamente avanzate e renderlo così più competitivo sul piano europeo e internazionale. Infatti, l'attuale contesto normativo primario (che comprende, a titolo esemplificativo, le disposizioni del Libro Quinto, Titolo V, Capo V, Sezione VII del codice civile, nonché del Titolo II-*bis* del TUF), e le relative disposizioni di attuazione, contempla, quali forme di circolazione, quella cartolare o quella di gestione accentrata in regime di dematerializzazione. La regolamentazione vigente di fatto non consente l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari su DLT. Tanto premesso, l'intervento normativo in commento si rende necessario ed urgente ai sensi dell'articolo 77 della Costituzione, al fine di adeguare la normativa nazionale entro i termini previsti dal legislatore comunitario. Nel dettaglio, le previsioni di cui all'articolo 18 del Regolamento DLT *pilot regime* modificano l'articolo 93 della direttiva 2014/65/UE introducendovi il paragrafo 3-*bis*; ai sensi di tale paragrafo gli Stati Membri sono tenuti ad adottare e pubblicare entro il 23 marzo 2023 le disposizioni necessarie per conformarsi alle modifiche apportate dal Regolamento DLT *pilot regime* e comunicarle alla Commissione.

A tal fine, si individuano all'articolo 2, innanzitutto, le categorie di strumenti finanziari cui si applicano le previsioni per l'emissione e circolazione in forma digitale. Sul punto, giova precisare come, a fronte di una elencazione che tiene conto di quanto contenuto all'Allegato I del TUF, si fanno salve le soglie dimensionali fissate all'articolo 3 del Regolamento DLT *pilot regime*. Segue, quindi, una prima Sezione dedicata a tutte le emissioni e circolazione di strumenti finanziari digitali, per cui si prevede la necessaria scritturazione in un registro tenuto da un responsabile. Segue la Sezione II dedicata agli strumenti finanziari digitali non scritturati presso un SS DLT o un TSS DLT, come definiti, rispettivamente, all'articolo 2, punto 7) e punto 10) del regolamento (UE) n. 858/2022 e una Sezione III che riguarda la ripartizione di competenze tra Consob e Banca d'Italia rispetto alla vigilanza sull'emissione e circolazione in forma digitale. La Sezione IV, poi, riporta le disposizioni relative all'applicazione del regolamento (UE) 858/2022, ed è seguita dalla Sezione V in tema di sanzioni. La Sezione VI dispone delle modifiche della definizione di "strumenti finanziari" di cui al TUF, in modo da comprendere anche il nuovo regime di circolazione.

Infine, la Sezione VII contiene misure relative alla semplificazione della sperimentazione FinTech con riferimento alle attività che rientrano nella nozione di servizi e attività di investimento. Sul punto, si rappresenta come l'articolo 33 disponga di modificazioni all'articolo 36, comma 2-*sexies*, del decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34, convertito con modificazioni dalla

legge 28 giugno 2019, n. 58, in tema di sperimentazione relativa alle attività di tecno-finanza (FinTech), per consentire la semplificazione di tale strumento a favore dell'innovazione.

Nel dettaglio, la sperimentazione Fintech (cd. *sandbox*) è disciplinata dalle disposizioni dell'articolo 36, commi 2-*bis* e seguenti, del decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34, convertito con modificazioni dalla legge 28 giugno 2019, n. 58 (recante “*Misure urgenti di crescita economica e per la risoluzione di specifiche situazioni di crisi*”, cd. D.L. Crescita), come modificato dall'articolo 1, comma 4-*undecies*, del decreto-legge 7 ottobre 2020, n.125, convertito dalla legge 27 novembre 2020, n. 159, le quali prevedono la definizione, per via regolamentare, delle condizioni e delle modalità di accesso alla *sandbox*, al fine di testare attività, servizi o prodotti volti al perseguimento dell'innovazione nei settori bancario, finanziario e assicurativo. La disciplina è completata, dunque, dalle previsioni del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, sentite Banca d'Italia, Consob e Ivass, del 30 aprile 2021, n. 100 (di seguito “Decreto”), la cui emanazione ha consentito l'avvio della sperimentazione.

Secondo il quadro regolamentare vigente, le richieste di ammissione alla sperimentazione che implicano l'esercizio di un'attività riservata, con particolare riferimento alle attività che rientrano nella nozione di servizi e attività di investimento, possono essere presentate ai sensi dell'articolo 5, comma 1, lettera a) del Decreto. In questo caso l'istante è tenuto a presentare nell'ambito della domanda di ammissione alla *sandbox*, anche la richiesta di autorizzazione per lo svolgimento delle attività riservate, allegandone la documentazione necessaria. Tanto come previsto dagli articoli 10, comma 1, lettera m); 13, comma 1, lettera a); e 14, comma 1, lettera a) del Decreto. Ove, invece, siano presenti casi di esclusione previsti dalla legge, la sperimentazione ricade nelle fattispecie di cui all'articolo 5, comma 1, lett. b), del Decreto, per cui non è necessario ottenere un'autorizzazione per lo svolgimento nell'ambito della *sandbox*. La prima applicazione delle regole che governano la *sandbox* ha evidenziato alcune rigidità che non hanno consentito un pieno utilizzo del nuovo strumento a favore dell'innovazione. In particolare, nell'esperienza della Consob relativamente ai servizi e prodotti di investimento, si sono registrate una pluralità di proposte di sperimentazione che avrebbero implicato l'esercizio di attività finanziaria riservata, in particolare la prestazione di servizi o attività di investimento. Non sussistendo casi di esclusione dalla riserva di attività previsti dalla legge, in relazione a tali progetti, i soggetti istanti avrebbero dovuto richiedere, oltre all'ammissione alla *sandbox* regolamentare anche l'autorizzazione alla prestazione dei servizi di investimento, con un significativo appesantimento del procedimento amministrativo, implicando oneri difficilmente compatibili con la natura temporanea della sperimentazione nella *sandbox*.

In tale contesto, alla luce delle prime attività di sperimentazione nazionali e del confronto con altre *sandbox* a livello europeo, è emersa la necessità di chiarire in norma primaria il perimetro di una esclusione dell'applicazione della disciplina della riserva di attività, sancendo che le attività che rientrano nella nozione di servizi e attività di investimento, condotte esclusivamente nell'ambito della *sandbox* e, quindi, per un periodo di tempo limitato e nel rispetto dei limiti stabiliti con il provvedimento di ammissione dell'autorità di vigilanza, non sarebbero condotte a titolo abituale e che, pertanto, dovrebbero essere considerate in esenzione dalla riserva di attività. Alla luce di tale esenzione prevista per legge, gli operatori FinTech potranno essere ammessi alla sperimentazione in modo più agevole e semplificato, rientrando nella fattispecie di cui all'articolo 5, comma 1, lettera b) del Decreto. Giova precisare come tale regime speciale rileva esclusivamente per le attività svolte nella *sandbox*. Pertanto, da un lato, operatori che non richiedessero l'accesso alla *sandbox* non potrebbero invocare tale esclusione dalla riserva e, per altro verso, eventuali attività svolte da operatori ammessi alla *sandbox* che dovessero eccedere i limiti stabiliti in sede di ammissione alla sperimentazione sarebbero da intendersi svolte a titolo abusivo. In ogni caso lo svolgimento dei servizi e delle attività di investimento rimane soggetto al vaglio delle Autorità con il provvedimento di ammissione alla *sandbox*, che deve indicare i limiti della sperimentazione.

Nello stesso articolato, per esigenze di completezza, viene precisato il contenuto dei provvedimenti di autorizzazione disposti dalle competenti autorità di vigilanza (Banca d'Italia, Consob, Ivass).

## **2. OBIETTIVI DELL'INTERVENTO E RELATIVI INDICATORI**

### **2.1 Obiettivi generali e specifici**

Alla luce del contesto e dei problemi da affrontare come descritti nella Sezione 1, l'obiettivo della regolamentazione in commento è quello, generale, di consentire l'emissione e la circolazione degli strumenti finanziari tramite DLT, anche al fine di adeguare l'ordinamento alle previsioni di cui al regolamento (UE) n. 858/2022.

Come evidenziato nella valutazione d'impatto della Commissione europea, che ha accompagnato la proposta normativa del regolamento (UE) DLT *pilot regime*, la disciplina normativa in commento ha i seguenti obiettivi generali e complementari. Il primo obiettivo principale è sostenere l'innovazione. L'eliminazione degli ostacoli che si frappongono all'applicazione delle nuove tecnologie al settore finanziario è alla base della strategia della Commissione in materia di finanza digitale. Al fine di promuovere la diffusione della tecnologia e l'innovazione responsabile, è, quindi, necessario disciplinare un nuovo regime di emissione e circolazione di strumenti finanziari digitali, che rappresenta, tra l'altro, il necessario presupposto per consentire l'attuazione del regime pilota europeo. Il secondo obiettivo è garantire la tutela dei consumatori e degli investitori e l'integrità del mercato, mentre il terzo è assicurare la stabilità finanziaria. Il Capo in commento, infatti, introduce garanzie adeguate, ad esempio: *i)* individuando le categorie di strumenti finanziari che possono essere emesse e circolare in forma digitale; *ii)* disciplinando nel dettaglio il registro per la circolazione digitale e introducendo la figura del responsabile del registro; *iii)* adottando le necessarie disposizioni in tema di vigilanza sulla disciplina dell'emissione e circolazione in forma digitale.

Con particolare riferimento al sub *i)*, giova precisare come l'individuazione delle categorie di strumenti finanziari ammissibili in forma digitale avviene in modo flessibile, tenendo conto dei rapidi cambiamenti del settore dovuti dall'impiego di tecnologie innovative. A tal fine, viene comunque riconosciuta alla Consob la possibilità di prevedere con proprio regolamento limiti e condizioni ulteriori a quanto previsto alla Sezione I per l'emissione e la circolazione degli strumenti finanziari digitali, nonché individuare ulteriori strumenti che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina del presente decreto, anche in deroga agli articoli 2468 e ss. del codice civile.

Oltre agli obiettivi generali sopra descritti, la disciplina normativa in esame persegue i seguenti obiettivi specifici: *i)* rimozione degli ostacoli normativi per l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari in forma digitale; *ii)* migliorare l'accesso al mercato dei capitali tramite la previsione di nuove tipologie di accesso agli investimenti; *iii)* semplificazione delle modalità di accesso alla sperimentazione Fintech.

### **2.2 Indicatori e valori di riferimento**

Tenuto conto degli obiettivi generali e specifici sopra riportati, nonché del contesto normativo di riferimento, il grado di raggiungimento degli obiettivi potrà essere verificato sulla base della diffusione delle nuove modalità di emissione e circolazione di strumenti finanziari digitali. A tal fine, indicative saranno le richieste di iscrizione nell'elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale, tenuto dalla Consob. A ciò si aggiunga come l'articolato in esame preveda un vero e proprio sistema di monitoraggio. A tal fine, si prevede, infatti, che entro tre

anni dall'entrata in vigore del presente decreto la Consob e la Banca d'Italia trasmettono al Comitato Fintech, istituito presso il Ministero dell'economia e delle finanze ai sensi dell'articolo 36, comma 2-*octies*, del decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34, convertito, con modificazioni, dalla legge 28 giugno 2019, n. 58, una relazione illustrativa del fenomeno di mercato e dei risultati emersi dall'applicazione della nuova disciplina della circolazione digitale. Nella relazione le Autorità indicano, ciascuna per i profili di propria competenza, le criticità riscontrate dai soggetti interessati e dalle Autorità, incluse le valutazioni relative alla disciplina del responsabile del registro mono e pluri-emittente, attesa la specifica novità del nuovo soggetto, gli eventuali limiti della disciplina e gli interventi normativi che si rendono necessari, anche tenuto conto degli eventuali successivi sviluppi del quadro regolamentare europeo. Suddetta relazione conterrà indicatori dettagliati circa il grado di raggiungimento degli obiettivi sopra specificati.

In aggiunta, gli indicatori per misurare il raggiungimento degli obiettivi saranno i seguenti:

- numero dei soggetti emittenti che ricorreranno al nuovo regime di circolazione;
- valore complessivo delle emissioni su canale DLT;
- numero dei responsabili del registro per la circolazione digitale, iscritti del relativo elenco tenuto dalla Consob;
- numero dei soggetti che potranno accedere alla sperimentazione Fintech beneficiando della modifica normativa in commento, presentate ai sensi dell'articolo 5, comma 1, lettera b) del Decreto, e riconducibili all'esenzione disposta dall'articolato in esame. In tal senso, riscontri quantitativi potranno essere presentati sia nell'ambito delle relazioni di analisi presentate dalle autorità di vigilanza ai sensi dell'articolo 36, comma 2-*septies*, D.L. Crescita, che nella relazione annuale del Comitato FinTech di cui all'articolo 3, comma 2 del Decreto.

### **3. OPZIONI DI INTERVENTO E VALUTAZIONE PRELIMINARE**

Si evidenzia, preliminarmente, come la valutazione delle opzioni di intervento abbia tenuto in considerazione il contesto di partenza e i problemi da affrontare descritti nella Sezione 1. Per l'effetto, l'opzione di non intervento non è stata ritenuta percorribile, in quanto la modifica normativa in commento rappresenta il presupposto necessario per consentire l'adeguamento dell'ordinamento al regolamento (UE) n. 858/2022. A tale considerazione si aggiunga che l'opzione di non intervento avrebbe reso di fatto non raggiungibili gli obiettivi generali e specifici indicati nella precedente Sezione 2, vanificando la stessa *ratio* fondatrice della disciplina comunitaria.

La valutazione delle ulteriori opzioni di intervento, poi, è stata condotta prendendo in considerazione l'attuale contesto normativo primario (Libro Quinto, Titolo V, Capo V, Sezione VII del codice civile, nonché al Titolo II-*bis* del TUF) che contempla, quali uniche forme di circolazione, quella cartolare o quella di gestione accentrata in regime di dematerializzazione. Si è optato, dunque, per una soluzione di intervento organica che non rendesse necessari ulteriori aggiustamenti normativi, al fine di disciplinare la nuova forma di emissione e circolazione digitale, assicurando al contempo l'applicabilità del regolamento DLT pilot regime, divenuto oramai operativo.

A ciò si aggiunga come, nel corso del 2022, il Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'economia e delle finanze, in accordo con le autorità di vigilanza (Banca d'Italia e Consob)

abbia promosso una consultazione pubblica sul **Libro Verde** “[La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita](#)”, con l’obiettivo di individuare possibili aree di semplificazione e razionalizzazione, con potenziali interventi tesi a migliorare il quadro normativo e regolamentare applicabile agli emittenti per rendere più efficiente non solo l’accesso, ma anche la permanenza delle imprese nei mercati dei capitali, senza con questo ridurre i presidi a tutela degli investitori e dell’integrità dei mercati. In particolare, tra le varie iniziative descritte, su cui si sollecitava un parere degli operatori di settore, figurava anche quella di sviluppare un *framework* normativo italiano nella materia, a carattere transitorio e limitato alle sole obbligazioni emesse da S.p.A., che consentisse poi di valutare anche gli esiti e gli sviluppi del quadro europeo (segnatamente, il c.d. *DLT Pilot Regime*).

Ad esito della consultazione, conclusasi in data 25 marzo 2022, sono pervenuti n. 24 contributi, provenienti da operatori del mercato e associazioni di categoria, studi legali, accademia e privati cittadini. Il Libro Verde e la relativa consultazione hanno, dunque, suscitato l’interesse soprattutto degli operatori del mercato, i quali hanno contribuito a supportare le proposte avanzate nel Libro Verde ovvero a presentarne i profili di criticità, illustrando le relative ragioni. In particolare, 2 contributi sui 24 ricevuti contengono osservazioni sulla valorizzazione delle potenzialità del digitale ai fini dell’accesso al mercato. Sull’argomento, parte della dottrina ha rilevato, nel proprio contributo, che l’adozione del regime transitorio unicamente per le obbligazioni emesse dalle S.p.A. potrebbe risultare limitativo se comparato alle esperienze degli altri paesi, nei quali l’emissione è consentita anche con riferimento agli strumenti azionari. Si è, pertanto, proposto che il regime di sperimentazione coinvolgesse non solo gli strumenti di debito ma anche quelli azionari, eventualmente per una prima fase non quotati (come sperimentato in altri paesi). In maniera favorevole rispetto alla proposta del Libro Verde si sono espressi anche taluni operatori del mercato, i quali hanno suggerito che l’avvio del progetto pilota europeo e l’implementazione del regime transitorio italiano avvenissero in maniera sincronica – non solo dal punto di vista temporale ma anche dell’ambito di applicazione – in modo da evitare che il mercato italiano risultasse meno attrattivo rispetto a quello degli altri paesi.

Pertanto, anche al fine di recepire le osservazioni pervenute dagli operatori del mercato, è stata elaborata una disciplina organica e complessiva per l’emissione e la circolazione dei titoli in forma digitale, secondo un approccio simile a quello adottato da altri paesi europei. Diversi paesi europei (tra cui Francia e Germania), infatti, hanno già riconosciuto nel proprio ordinamento la possibilità per le società di emettere alcune tipologie di strumenti finanziari in forma digitale sfruttando la tecnologia a registro distribuito (c.d. DLT). È strategico quindi che anche l’Italia si muova in questa direzione, attraverso l’introduzione del nuovo regime di emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari, che consenta agli operatori interessati di avviare la sperimentazione secondo quanto previsto dal Regolamento DLT *pilot regime*.

È stata, dunque, ponderata una soluzione di intervento che non rendesse necessari ulteriori aggiustamenti normativi, anche al fine di assicurare l’immediata operatività del regolamento (UE) DLT *pilot regime*. Alla luce di tali considerazioni, le ulteriori opzioni di intervento valutate in sede di redazione dell’intervento normativo in commento sono state: *i)* definizione delle caratteristiche delle tecnologie basate su DLT; *ii)* definizione del perimetro soggettivo e oggettivo delle emissioni su DLT; *iii)* ruolo delle autorità di vigilanza.

Per quanto concerne, innanzitutto, la definizione delle caratteristiche delle emissioni su DLT, viene richiamato quanto previsto dall’articolo 2 del regolamento (UE) *pilot regime*, quale tecnologia che consente l’uso e il funzionamento dei registri distribuiti. Questi ultimi sono poi definiti dal regolamento stesso come “archivio di informazioni in cui sono registrate le operazioni e che è condiviso da una serie di nodi di rete DLT ed è sincronizzato tra di essi,

mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso". A ben vedere, l'ordinamento prevede già una definizione di tecnologie DLT, all'articolo 8-ter, comma 1, del decreto-legge 14 dicembre 2018, n. 135, convertito con modificazioni dalla legge 11 febbraio 2019, n. 12. Tuttavia, tale definizione presente nell'ordinamento nazionale non è perfettamente coincidente con quella contenuta nel regolamento (UE) pilot regime, che è fonte sovraordinata e immediatamente applicabile. Pertanto, anche al fine di evitare rischi di non conformità, è stata richiamata la definizione data in sede comunitaria, da applicarsi al fine del presente Capo. Si prevede, poi, che la circolazione degli strumenti finanziari in forma digitale avvenga mediante scritturazione nel registro. A tal fine, si dispone che il soggetto in favore del quale è effettuata la scritturazione sul registro abbia la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi alle obbligazioni oggetto della scritturazione.

Con riferimento, poi, al perimetro soggettivo, l'intervento normativo in esame ha il medesimo ambito di applicazione dei sistemi di emissione e circolazione già vigenti. Come si anticipava, viene istituita la figura del responsabile del registro, tenuto all'iscrizione in un apposito elenco tenuto dalla Consob, che ne autorizza l'iscrizione. In merito alla delimitazione del perimetro oggettivo, l'articolo 2 precisa che le disposizioni in commento si applicano alle azioni, alle obbligazioni, ai titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata ai sensi dell'articolo 2483 del codice civile, agli ulteriori titoli di debito la cui emissione è consentita ai sensi dell'ordinamento italiano, alle ricevute di deposito relative ad obbligazioni ed altri titoli di debito, agli strumenti del mercato monetario regolati dal diritto italiano nonché alle azioni o quote di organismi di investimento collettivo del risparmio italiani (OICR) italiani. Sul punto si evidenzia come la scelta degli strumenti finanziari cui limitare l'emissione e la circolazione in forma digitale ha seguito la logica della maggiore inclusività, nell'ottica del rispetto di quanto previsto dall'articolo 2 del regolamento DLT *pilot regime*.

Il ruolo delle autorità di vigilanza è, infine, di presidio di quanto prescritto dall'articolato in esame, secondo il riparto delle competenze ivi riportato.

In linea di principio, la modifica normativa in commento avrà un impatto positivo per gli emittenti, che potranno utilizzare una nuova forma di emissione e circolazione di strumenti finanziari, aumentando la propria capacità di ricerca di capitale. D'altro canto, impatti positivi sono anche attesi da parte degli investitori che potranno beneficiare di un nuovo canale digitale per l'accesso agli investimenti, potendo contare su idonei presidi a tutela loro e dell'integrità del mercato. Considerato, poi, il contesto più generale, tale intervento normativo si tradurrà in un incentivo alla digitalizzazione di servizi, prodotti o processi prestati nell'ambito delle attività finanziaria, tale da rappresentare un beneficio anche per la collettività in generale.

Gli impatti considerati si svolgeranno su un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, come previsto anche nel regolamento (UE) n. 858/2022.

Con riferimento, poi, alla semplificazione delle modalità di accesso alla sperimentazione FinTech, in linea di principio, la modifica normativa in commento avrà un impatto positivo in termini di semplificazione. Infatti, in forza della modifica legislativa in commento, gli operatori FinTech potranno richiedere di essere ammessi alla sperimentazione ai sensi dell'articolo 5, comma 1, lettera b), del D.M. 100/2021, potendo così svolgere una prima fase di test delle attività con il coinvolgimento di utenti reali, con i limiti imposti in sede di ammissione, richiedendo successivamente l'autorizzazione per lo svolgimento dell'attività al di fuori della sandbox, dopo avere verificato, anche in dialogo con l'autorità di vigilanza, la concreta fattibilità dell'attività proposta.

Gli obiettivi perseguiti, puntualmente indicati nel paragrafo *sub*) 2.1., sono coerenti con il programma di Governo, la cui azione è tesa a favorire ed incrementare lo sviluppo del mercato

dei capitali e di canalizzazione degli investimenti (da parte sia di investitori *retail* che istituzionali, italiani ed esteri) a favore delle imprese.

L'Amministrazione ha valutato che le opzioni prescelte non presentano svantaggi.

#### **4. COMPARAZIONE DELLE OPZIONI E MOTIVAZIONE DELL'OPZIONE PREFERITA**

##### **4.1 Impatti economici, sociali ed ambientali per categoria di destinatari**

La proposta legislativa andrà a beneficio delle seguenti categorie soggettive, quali destinatari diretti delle misure che si introducono:

- 1) imprese, incluse le PMI, in quanto ne agevolerà l'accesso e la permanenza nei mercati di capitali e la raccolta di risorse finanziarie attraverso infrastrutture tecnologicamente avanzate;
- 2) intermediari e gestori, per effetto delle misure che consentiranno una più agevole attività di investimento, per il tramite di canali tecnologicamente innovativi;
- 3) autorità di vigilanza, per le quali si definiscono le competenze e le funzioni di vigilanza rispetto alle nuove forme di circolazione degli strumenti finanziari digitali;

##### **4.2 Impatti specifici**

Con particolare riferimento agli impatti specifici, con riferimento agli emittenti, destinatari di tale regolamentazione, l'intervento normativo proposto consentirà di procedere all'emissione di strumenti finanziari su DLT, a beneficio della digitalizzazione e della concorrenza del mercato finanziario nazionale.

Grazie all'introduzione di un quadro giuridico certo si potrà iniziare anche nel nostro ordinamento a sfruttare il potenziale della tecnologia DLT, non solo nella fase di emissione e circolazione dei titoli, ma anche attraverso l'innesto di iniziative di automatizzazione dei processi societari. L'efficientamento di tutti i processi legati al ciclo di vita degli strumenti finanziari si tradurrà, in prospettiva, in una maggiore efficienza del sistema e dunque in un risparmio di costi per l'investitore.

Con riferimento ai dati quantitativi circa i potenziali destinatari<sup>1</sup> della modifica normativa in commento, si riporta di seguito una tabella esplicativa.

<b>Categorie di soggetti previsti dal D.L. 25/2023</b>	<b>N° di soggetti</b>
--	-----------------------

---

<sup>1</sup> I dati sono stati estratti il 4 aprile 2023 consultando le seguenti fonti:

- Per gli emittenti che possono accedere al nuovo regime: Unioncamere, portale Movimprese. Il dato si riferisce a tutte le società di capitali (S.r.l., S.p.a. e S.a.p.a.) attive in Italia a fine 2022 (<https://www.infocamere.it/movimprese>). Il dato ricomprende anche i soggetti di cui alle successive categorie costituiti nelle forme societarie appena richiamate.
- Per i soggetti vigilati: rispettivi albi ed elenchi tenuti da Consob/ESMA, Banca d'Italia e IVASS. Il dato è relativo al 4 aprile 2023 (<https://www.consob.it/web/area-pubblica/albo-sim1>; <https://www.consob.it/web/area-pubblica/mercati-italiani>; <https://www.esma.europa.eu/document/csd-register>; <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/albi-elenchi/>; <https://infostat-ivass.bancaditalia.it/RIGAIquiry-public/ng/#/home>).



Emittenti che possono accedere al nuovo regime (società di capitali)	1.478.874
Banche stabilite in Italia	436
Imprese di investimento stabilite in Italia	61
Società di gestione del risparmio <sup>2</sup>	45
Gestori di mercato stabiliti in Italia	2
Intermediari 106 TUB stabiliti in Italia <sup>3</sup>	227
Istituti di pagamento <sup>4</sup>	50
IMEL <sup>5</sup>	10
Imprese assicurazione e riassicurazione <sup>6</sup>	87
Depositari Centrali Italiani	1
Società per azioni con sede legale in Italia aventi capitale sociale almeno pari a 150.000 Euro <sup>7</sup>	n.d. <sup>8</sup>
Soggetti aventi sede legale in uno Stato membro diverso dall'Italia aventi requisiti equivalenti alla forma societaria della S.p.a. e al capitale sociale almeno pari a 150.000 Euro	n.d.

L'articolato presenta, inoltre, effetti rilevanti anche sulle amministrazioni nazionali. In particolare, in tema di vigilanza sulla emissione e circolazione in forma digitale, lo schema normativo attribuisce le dovute funzioni di vigilanza alla Banca d'Italia e alla Consob secondo il seguente riparto di competenze: *i*) la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e l'ordinata prestazione dell'attività di responsabile del registro e la tutela degli investitori; *ii*) la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda la stabilità e il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni limitatamente ai depositari centrali, ai gestori di mercati all'ingrosso di titoli di Stato, alle banche, alle imprese di investimento che svolgono l'attività di responsabile

<sup>2</sup> Attività svolta esclusivamente con riferimento a strumenti finanziari digitali emessi dagli stessi o da componenti del gruppo di appartenenza stabiliti in Italia.

<sup>3</sup> Cfr. nota precedente.

<sup>4</sup> Cfr. nota precedente.

<sup>5</sup> Cfr. nota precedente.

<sup>6</sup> Cfr. nota precedente.

<sup>7</sup> Si tratta dei soggetti che soddisfano i requisiti di forma e capitale sociale per essere iscritti nell'elenco dei responsabili del registro.

<sup>8</sup> Secondo i dati ISTAT, nel 2020 erano attive 25948 imprese costituite in forma di S.p.a. e S.a.p.a.

del registro con riferimento a strumenti finanziari digitali di emittenti terzi diversi dai componenti del gruppo di appartenenza.

Con riferimento agli oneri informativi, la Sezione II prevede obblighi di comunicazione, anche periodica, per gli emittenti di strumenti finanziari digitali nei confronti delle Autorità di vigilanza. Similmente, vengono altresì disciplinati casi in cui i responsabili dei registri per la circolazione digitale siano tenuti ad informare l'Autorità di vigilanza competente di tutti gli atti, o i fatti che possano costituire un'irregolarità nella gestione, ovvero una violazione delle norme che disciplinano l'attività del responsabile del registro.

Le autorità di vigilanza applicano i vigenti criteri per l'ammissione alla sperimentazione come previsti dalla normativa primaria e secondaria. Resta fermo il rispetto della normativa inderogabile dell'Unione europea.

Con particolare riferimento agli operatori del settore FinTech, per le attività che rientrano nella nozione di servizi e attività di investimento, l'intervento normativo proposto comporterà una notevole semplificazione della documentazione da presentare per l'accesso alla *sandbox*. Si riducono, pertanto, gli oneri a carico degli operatori Fintech, a beneficio della digitalizzazione e della concorrenza del settore. È prevedibile, inoltre, che ci sarà un aumento dei soggetti ammessi alla sperimentazione FinTech. Attualmente, a seguito della prima finestra temporale per l'ammissione alla sperimentazione (dal 15 novembre 2021 al 15 gennaio 2022), sono stati ammessi alla sperimentazione un totale di 16 progetti, di cui nessuno che riferisca ai servizi o attività di investimento. La modifica normativa non presenta, in ogni caso, effetti rilevanti sulle amministrazioni nazionali. Le autorità di vigilanza applicano i vigenti criteri per l'ammissione alla sperimentazione come previsti dalla normativa primaria e secondaria. Resta fermo il rispetto della normativa inderogabile dell'Unione europea.

Con il presente intervento normativo non sono previsti obblighi ulteriori atti a creare svantaggi concorrenziali per le imprese italiane. Di converso, l'intero pacchetto di riforma renderà più agevole l'accesso delle imprese al mercato dei capitali italiano, generando un positivo effetto pro-concorrenziale e di apertura del mercato dei capitali italiano anche ad investitori esteri.

Il presente decreto non prevede l'introduzione o il mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli richiesti dalla normativa europea, ai sensi dell'articolo 14, commi 24-*bis*, 24-*ter* e 24-*quater* della legge 28 novembre 2005, n. 246.

Le scelte regolatorie contenute nel provvedimento normativo in esame derivano dalla necessità di implementare talune misure volte a favorire lo sviluppo del mercato italiano, sulla scorta dell'evoluzione tecnologica e del confronto con gli altri Stati Europei e nell'ottica di favorire una maggiore competitività dei mercati italiani nel panorama europeo.

Con il presente intervento normativo vengono modificati: il TUF; il decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34, convertito con modificazioni dalla legge 28 giugno 2019, n. 58.

Altresì, vengono inserite *ex novo* delle disposizioni normative, quale quelle di cui alle Sezioni da I a V del presente decreto- legge.

Ulteriori interventi saranno possibili in normativa secondaria da parte delle Autorità di vigilanza competenti, nelle modalità e nei limiti fissati dall'articolato in commento.

## **5. MODALITÀ DI ATTUAZIONE E MONITORAGGIO**

### **5.1 Attuazione**

Si segnala che non sussistono indicazioni tali da indurre a ritenere che taluni fattori, legati al contesto giuridico o economico, possano comportare un ostacolo all'assolvimento di quanto previsto e allo svolgimento delle attività di cui alla norma in commento. Non si ravvisano, inoltre, fattori prevedibili che potrebbero condizionare o impedire l'attuazione della nuova norma. L'attuazione delle disposizioni in commento è, in particolare, assicurata dalle autorità di vigilanza competenti.

In particolare, tra i soggetti responsabili dell'attuazione dell'intervento regolamentare figurano le autorità di vigilanza Banca d'Italia e Consob.

## 4.2 Monitoraggio

Il controllo e il monitoraggio dell'attuazione verranno posti in essere dalla Consob e dalla Banca d'Italia secondo il riparto delle competenze di cui al decreto in commento. In particolare, l'articolo 27 indica il riparto di competenza tra Consob e Banca d'Italia, e attribuisce i relativi poteri, necessari ad assicurare la vigilanza sul rispetto delle disposizioni relative all'emissione e alla circolazione degli strumenti finanziari digitali da parte dei responsabili del registro, degli emittenti che si avvalgono della disciplina in oggetto, ove diversi dai responsabili del registro e dei gestori di SS DLT e TSS DLT. Con particolare riferimento, poi, all'attuazione del regolamento DLT *pilot regime*, l'articolo 29 individua la Consob e la Banca d'Italia quali autorità competenti per l'applicazione del regolamento (UE) 2022/858 ai sensi dell'art. 2, numero 21 del medesimo regolamento, tenendo conto del vigente assetto di attribuzioni in materia di servizi di investimento, mercati e depositari centrali previste dal decreto legislativo n. 58 del 1998, e fermo restando quanto disposto dal Regolamento UE 1024/2013.

L'articolo 32, infine, prevede un regime di monitoraggio, come anticipato nella Sezione 2. Nel dettaglio il comma 3 prevede che la Consob e la Banca d'Italia trasmettano al Comitato Fintech, istituito presso il Ministero dell'economia e delle finanze ai sensi dell'articolo 36, comma 2-*octies*, del decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34, convertito, con modificazioni, dalla legge 28 giugno 2019, n. 58, entro cinque anni dall'entrata in vigore dell'articolato in esame, una relazione illustrativa del fenomeno di mercato e dei risultati emersi dall'applicazione delle nuove regole. All'interno della relazione le Autorità indicano, ciascuna per i profili di propria competenza, le criticità riscontrate dai soggetti interessati e dalle Autorità (incluse le valutazioni relative alla disciplina del responsabile del registro mono e pluri-emittente), attesa la specifica novità del nuovo soggetto, gli eventuali limiti della disciplina e gli interventi normativi che si rendono necessari, anche tenuto conto degli eventuali successivi sviluppi del quadro regolamentare europeo.

Infine, con riferimento alla semplificazione delle modalità di accesso alla sperimentazione Fintech, il controllo e il monitoraggio dell'attuazione dell'intervento regolatorio in commento verranno attuati dalle autorità di vigilanza, competenti a valutare le richieste di ammissione alla sperimentazione FinTech. In questo senso, la verifica del raggiungimento degli obiettivi prefigurati nella Sezione 2 sarà possibile sia nell'ambito delle relazioni di analisi presentate dalle autorità di vigilanza ai sensi dell'articolo 36, comma 2-*septies*, D.L. Crescita, nonché della relazione annuale del Comitato FinTech di cui all'articolo 3, comma 2 del Decreto.