

VIA SIPE
Sistema Integrato per l'Esterno

Via Ansperto 5
20123 Milano Italia

Spett.le
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. Martini, n. 3
00198 Roma
("CONSOB")

Tel +39 02 2904 91
Fax +39 02 2904 9333

Milano, 28 Luglio 2023

Oggetto: Osservazioni al Documento di Consultazione pubblica, pubblicato in data 10 Luglio 2023, recante la bozza di "Regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari" (il "Decreto Fintech")

Spett.le Commissione,

ringraziando per l'opportunità di partecipare alla consultazione pubblica in oggetto, l'odierno scrivente Allen & Overy – Studio Legale Associato, intende con il presente contributo (il "**Contributo**") formulare alcune osservazioni al documento di consultazione relativo all'adozione da parte di codesta spettabile Autorità del regolamento (il "**Regolamento CONSOB**") attuativo dell'Articolo 28 del Decreto Legge no. 25 del 17 Marzo 2023, convertito, con modificazioni, dalla legge 10 Maggio 2023, (il **Decreto Fintech**).

Le osservazioni di seguito riportate nel presente Contributo sono volte a richiedere alcuni chiarimenti interpretativi, che ci si auspica possano essere inclusi nel futuro documento recante gli esiti della pubblica consultazione, nonché alcune lievi proposte di modifica al testo del Regolamento CONSOB, così come posto in consultazione.

Le osservazioni svolte *infra* sono formulate tenendo in debito conto che il Regolamento CONSOB è stato posto in consultazione in esercizio da parte di codesta spettabile Autorità delle competenze regolamentari attribuite dall'Articolo 28, comma 1, del Decreto Fintech e di alcune delle facoltà regolamentari riconosciute dal secondo comma della medesima previsione normativa ove ritenute inscindibilmente legate e funzionali/ alla costituzione nonché messa in opera dell'elenco dei responsabili del registro, di cui all'Articolo 19 del Decreto Fintech.

STUDIO LEGALE ASSOCIATO

Partner

Avv. Pietro Bellone
Avv. Livio Bossotto
Craig Byrne^{1,2}
Avv. Emilio De Giorgi
Avv. Giovanni Gazzaniga
Avv. Dott. Comm. Francesco Guelfi

Avv. Paolo Nastasi
Avv. Francesca Petronio
Avv. Amilcare Sada
Avv. Pietro Scarfone¹
Avv. Stefano Sennhauser
Avv. Cristiano Tommasi

Counsel

Avv. Luca Amicarelli
Dott. Comm. Elia F. Clarizia
Lisa Curran^{1,3}
Frederic Demeulenaere¹
Avv. Antonio Ferri

Avv. Giorgia Giorgetti
Avv. Emiliano La Sala
Avv. Luca Maffia
Avv. Alessandra Pala

¹ Solicitor, England and Wales

² Barrister and Solicitor, British Columbia

³ Barrister and Solicitor, Ontario

Ufficio di Milano: Via Ansperto 5; 20123 Milano (tel +39 02 2904 91, fax +39 02 2904 9333)

Ufficio di Roma: Corso Vittorio Emanuele II, 284; 00186 Roma (tel +39 06 6842 71, fax +39 06 6842 7333)

Studio Legale Associato è in associazione con Allen & Overy LLP, una associazione a responsabilità limitata registrata in Inghilterra e Galles.

Allen & Overy LLP o associazioni collegate sono presenti con un proprio ufficio in ciascuna delle seguenti località: Abu Dhabi, Amburgo, Amsterdam, Anversa, Bangkok, Belfast, Boston, Bratislava, Bruxelles, Budapest, Casablanca, Dubai, Dublin, Düsseldorf, Francoforte, Giacarta (Ufficio Associato), Hanoi, Ho Chi Minh, Hong Kong, Istanbul, Johannesburg, Londra, Los Angeles, Lussemburgo, Madrid, Milano, Monaco di Baviera, New York, Parigi, Pechino, Perth, Praga, Roma, San Francisco, San Paolo, Seoul, Shanghai, Silicon Valley, Singapore, Sydney, Tokyo, Varsavia, Washington, D.C.

Giova inoltre premettere che l'odierno scrivente accoglie con favore l'invito di codesta rispettabile Autorità a formulare osservazioni, già in questa fase, in merito alle ulteriori materie su cui, ex Articolo 28, comma 2, del Decreto Fintech, CONSOB possa esercitare la propria potestà regolamentare al fine di valutare di avviare successive fasi di consultazione con gli stakeholder ovvero emanare ulteriori provvedimenti di secondo livello.

Tanto premesso, di seguito si riportano le nostre osservazioni al documento di consultazione.

1. OSSERVAZIONI RELATIVE ALL'ARTICOLO 2 (DEFINIZIONI)

L'odierno scrivente nota che il Decreto Fintech non contiene una precisa definizione del concetto di "sede secondaria" rilevante ai fini del medesimo, soprattutto con riguardo alla corretta identificazione del novero dei soggetti residuali che ai sensi dell'Articolo 19, comma 1, lett. d) possono presentare istanza di iscrizione nell'elenco dei responsabili del registro.

Al fine di prevenire dubbi interpretativi circa l'effettivo perimetro soggettivo degli intermediari potenzialmente abilitati a ricoprire il ruolo di responsabile del registro, pur avendo a mente che non sia consentito in sede di regolamentazione di secondo livello specificare ulteriormente ovvero ampliare il perimetro di previsioni di primo livello, l'odierno scrivente invita codesta rispettabile Autorità a valutare l'opportunità di includere nel Regolamento CONSOB una puntuale definizione di "sede secondaria" o, alternativamente, dei criteri in presenza dei quali si possa considerare configurabile l'esistenza nel territorio italiano di una stabile organizzazione idonea a configurare una "sede secondaria" ai sensi e per gli effetti della disciplina in commento.

Alternativamente, voglia codesta rispettabile Autorità confermare che il riferimento alla "sede secondaria" sia valevole unicamente per i soggetti che intendano presentare istanza di iscrizione ove: (i) siano imprese di assicurazione o di riassicurazione, come definite dall'Articolo, comma 1, rispettivamente lettere u) e cc), del Decreto Legislativo n. 209 del 7 Settembre 2005 ("**Codice delle Assicurazioni Private**" o, brevemente, "**CAP**"); e (ii) abbiano sede legale in uno Stato terzo.

A parere dell'odierno scrivente, la conclusione di cui sopra sembra essere avallata dall'odierno contesto normativo, a mente del quale il ricorso al concetto di "sede secondaria" è incluso nel Decreto Legislativo no. 58 del 24 Febbraio 1998 (il **Testo Unico della Finanza** o, brevemente, **TUF**) solo con riguardo a imprese di assicurazione e/o di riassicurazione. A differenza infatti di quanto riscontrabile nella normativa afferente ai mercati finanziari (con riferimento specifico, per quanto qui di interesse, al TUF nonché alla regolamentazione attuativa di secondo livello), il CAP menziona il concetto di "sede secondaria" nell'Articolo che destina alla Definizioni, trattandolo però come sinonimo del concetto di "succursale" ma specificatamente riferito a quelle imprese di assicurazione o riassicurazione aventi sede legale e principale in uno Stato non europeo.

Considerando che l'Articolo 19, comma 1, lett. d) per individuare la categoria residuale dei soggetti che possono iscriversi all'elenco dei responsabili del registro fa rinvio anche alle lettere a) e c) (e non soltanto alla lettera b)), ai fini della corretta interpretazione e applicazione dell'Articolo 6, comma 3, del Regolamento CONSOB, si chiede a codesta rispettabile Autorità di fornire ulteriori chiarimenti in merito al concetto di "sede secondaria" ai sensi e per gli effetti della normativa in commento ovvero di valutare le opportune modifiche di allineamento al testo del regolamento posto in pubblica consultazione.

2. Osservazioni all'Articolo 6 (Contenuto dell'elenco)

Al fine di evitare dubbi interpretativi della norma in commento, si propone a codesta rispettabile Autorità di apportare una leggera modifica al tenore letterale del primo comma, come di seguito suggerito, ove conforme alla corretta interpretazione della norma.

Testo Attuale	Testo con proposta di modifica
Art. 6 <i>(Contenuto dell'elenco)</i>	Art. 6 <i>(Contenuto dell'elenco)</i>
1. In ogni sezione dell'elenco, per ciascun responsabile del registro iscritto, sono indicati: <ul style="list-style-type: none"> a) la denominazione sociale; b) la sede legale e la sede amministrativa; È altresì indicato se l'attività è svolta: i) per se stessi; (ii) per se stessi e per i componenti del gruppo di appartenenza; (iii) anche per soggetti non facenti parte del gruppo di appartenenza. 	1. In ogni sezione dell'elenco, per ciascun responsabile del registro iscritto, sono indicati: <ul style="list-style-type: none"> a) la denominazione sociale; b) la sede legale e la sede amministrativa. È altresì indicato se l'attività è svolta: i) in relazione a strumenti emessi dagli stessi per se stessi; (ii) in relazione a strumenti emessi dagli stessi per se stessi e dai per i componenti del gruppo di appartenenza; (iii) anche per strumenti emessi da soggetti non facenti parte del gruppo di appartenenza.

3. Osservazioni relative all'Articolo 8 (Istanza e istruttoria per l'iscrizione)

3.1 *Poteri istruttori di CONSOB*

Secondo quanto previsto dall'Articolo 8, comma 4, del Regolamento CONSOB, in sede di istruttoria, CONSOB ha la facoltà di richiedere a ciascuno dei seguenti soggetti:

- (i) società richiedente;
- (ii) coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso la società richiedente; ovvero
- (iii) qualunque soggetto, anche estero,

ulteriori elementi informativi (rispetto a quelli già inclusi) ai fini della valutazione dell'istanza di iscrizione nell'elenco dei responsabili del registro.

Fatta eccezione per il riferimento di cui al punto (i) sopra, a parere dell'odierno scrivente, il tenore letterale della previsione in commento appare troppo genericamente formulato sia con riguardo alla categoria de soggetti nei cui confronti CONSOB possa esercitare i propri poteri informativi sia con riferimento alla tipologia di informazioni e/o documenti che l'Autorità possa richiedere in sede di istruttoria.

In particolare, si ritiene in questa sede di dover sviluppare due ordini di considerazioni diverse per invitare codesta spettabile Autorità a riconsiderare il tenore letterale della previsione in commento ovvero di accogliere le proposte di modifica che l'odierno scrivente ha ritenuto di includere nel presente Contributo.

Si indica quanto segue:

- (i) *Soggetti nei cui confronti possono essere richieste informazioni integrative*

A questo riguardo si invita codesta spettabile Autorità a voler considerare che sovente le banche, le imprese di investimento, gli intermediari finanziari e, più genericamente parlando,

i soggetti abilitati a presentare istanza di iscrizione nell'elenco dei responsabili del registro sono caratterizzati da strutture societarie complesse e articolate, pluri-ramificate e dislocate in diversi Stati membri dell'Unione Europea e non. L'odierna formulazione della norma in commento determinerebbe quindi in capo a codesta rispettabile Autorità un potere di indagine e, indirettamente, di vigilanza informativa che, a parere di chi scrive, potrebbe non apparire totalmente in linea con il principio della proporzionalità. Si chiede pertanto a codesta rispettabile Autorità di voler considerare:

- (A) che stante i modelli di governance attualmente previsti e consentiti dalla normativa civilistica e settoriale per le specifiche tipologie di intermediari coinvolti, coloro che esercitano funzioni di amministrazione, direzione e controllo possono non essere tutti e contestualmente coinvolti nello sviluppo e attuazione pratica e fattuale della maturata decisione di avviare l'operatività come responsabile del registro. A tal fine, similmente all'approccio già proposto da codesta rispettabile Autorità con riferimento alla presentazione dell'istanza di autorizzazione (vedasi Allegato 1, sezione A, quarto bullet), voglia codesta rispettabile Autorità considerare la possibilità di modificare la previsione in commento per richiedere all'istante, in sede di deposito dell'istanza, di indicare tra i membri del *management* un soggetto referente, cui CONSOB possa, ove necessario o opportuno, indirizzare le proprie richieste di chiarimenti ovvero di integrazione delle informazioni accluse all'istanza di iscrizione; e/o
- (B) l'opportunità di tenere in debita considerazione, in sede di formulazione delle ulteriori verifiche da demandare al revisore indipendente, le caratteristiche soggettive del soggetto istante. A parere dell'odierno scrivente infatti lo status legale del soggetto che presenti istanza di iscrizione di per sé può già essere indicativo di un determinato (o quanto meno determinabile) livello di vigilanza prudenziale, o più genericamente, regolamentare da cui codesta rispettabile Autorità possa trarre rassicurazione. Alla luce di quanto sopra, si chiede pertanto a codesta rispettabile Autorità di voler considerare la possibilità di modificare la disposizione in commento per assicurare agli operatori di mercato che le richieste di ulteriori elementi informativi siano proporzionate allo status regolamentare del soggetto istante e proporzionate al regime di vigilanza già applicabile nei loro riguardi; e
- (C) la possibilità di limitare la propria facoltà di interpellare soggetti, anche esteri, diversi dall'istante alle sole società ovvero enti giuridici / persone fisiche diverse in possesso di informazioni o elementi utili ai fini della valutazione dell'istanza in quanto direttamente coinvolti nella prestazione di uno o più dei servizi necessari e propedeutici ad un corretto funzionamento del registro ovvero cui l'istante abbia manifestato l'intenzione di esternalizzare alcuni dei sopra menzionati servizi o funzioni, in tutto o in parte.

(ii) *Tipologia di informazioni a integrazione dell'istanza di iscrizione*

Come poc'anzi anticipato, si invita codesta rispettabile Autorità a valutare la possibilità di meglio individuare la tipologia di informazioni che CONSOB potrebbe avere necessità di richiedere in sede di istruttoria, per meglio valutare le informazioni incluse nell'istanza di iscrizione.

Ciò al fine di meglio consentire all'intermediario che desideri valutare l'ipotesi di presentare l'istanza in commento di avere contezza di quanto possa essere, nel complesso, oneroso il procedimento di iscrizione nonché, una volta deciso di avviare le attività propedeutiche per il deposito dell'istanza, di fare quanto in suo diligente potere per depositare un'istanza completa e accurata nonché pre-allertare le competenti divisioni interne ovvero i soggetti di cui al quarto

comma della norma in commento di possibili richieste di chiarimenti a parte di CONSOB al fine di velocizzare ed efficientare lo svolgimento dell'istruttoria.

3.2 *Il revisore indipendente*

(i) *Le verifiche delegabili al revisore indipendente*

In ossequio a quanto disposto dall'Articolo 20, comma 10, del Decreto Fintech, CONSOB ha la facoltà di richiedere ad un revisore indipendente una verifica circa il rispetto da parte del soggetto istante di "tutti i requisiti previsti dal presente decreto".

Nonostante sia chiara e pienamente condivisibile la necessità di verificare accuratamente l'adeguatezza del soggetto istante nonché del registro ad assicurare piena ed affidabile operatività all'emissione e circolazione di strumenti finanziari in formato digitale, fermo restando che tale norma è prevista dal Decreto Fintech, ci si chiede se una previsione così genericamente e ampiamente formulata non rischi di scoraggiare eccessivamente soggetti eventualmente interessati dal presentare istanza di iscrizione. In particolare, a parere dell'odierno scrivente, sarebbe opportuno valutare la possibilità, in sede di esercizio dei poteri regolamentari attribuiti a CONSOB, di meglio delineare i poteri istruttori, di indagine e informativi del revisore indipendente nonché le tipologie di requisiti ovvero di elementi specifici di cui al registro o all'istanza su cui CONSOB ritiene maggiormente ravvisabile disporre di consulenze tecniche in ossequio all'elevato livello di tecnicismo della materia.

A mente di chi scrive la previsione di un regime maggiormente dettagliato circa lo scopo, le modalità operative nonché i limiti delle attività del revisore indipendente sarebbe auspicabile anche per guidare, indirettamente, gli intermediari istanti nell'individuare il corretto set di informazioni e dettagli da includere nell'istanza di iscrizione nonché l'adeguato livello di granularità.

(ii) *Gli oneri connessi alla nomina del revisore indipendente*

Sebbene trattasi di norma di dettaglio e ulteriore attuazione di un requisito prescritto da normativa primaria (il riferimento è all'Articolo 20, comma 10, del Decreto Fintech), l'odierno scrivente si chiede se in sede di normativa secondaria, codesta spettabile Autorità non ritenga ravvisabile prevedere a priori metodi per calmierare le commissioni che il revisore indipendente possa richiedere al soggetto istante per l'adempimento delle verifiche ritenute opportune da CONSOB su base discrezionale. In particolare, l'odierno scrivente vorrebbe invitare codesta spettabile Autorità a valutare la possibilità di prevedere, nel Regolamento CONSOB, l'indicazione, anche con finalità orientative / esemplificative, di soglie massime e minime delle tariffe che i revisori indipendenti possono chiedere al soggetto istante per l'adempimento delle verifiche indicate da CONSOB in sede istruttoria.

Cogliendo l'opportunità della consultazione pubblica, si chiede altresì a codesta spettabile Autorità se stia valutando la possibilità di costituire un elenco o un registro di revisori indipendenti nel quale possano essere iscritti i professionisti che ne facciano richiesta previa apposita domanda, subordinatamente al possesso di determinati requisiti di professionalità, esperienza e indipendenza.

A tutela inoltre della trasparenza e dei diritti del soggetto istante a che le verifiche sub Articolo 20 del Decreto Fintech (e Articolo 8 del Regolamento CONSOB) vengano svolte in modo diligente, equo e professionale, si chiede a codesta spettabile Autorità di vigilanza di valutare l'opportunità di integrare il Regolamento CONSOB con criteri di selezione e nomina del revisore indipendente oggettivi e chiaramente determinati o determinabili.

Sempre in considerazione dei costi, potenzialmente considerevoli e comunque non esattamente conoscibili al momento della presentazione dell'istanza di iscrizione, cui l'istante potrebbe andare incontro, l'odierno scrivente vorrebbe altresì invitare codesta rispettabile Autorità a valutare l'opportunità di comunicare all'istante in via preventiva, previa comunicazione motivata, la decisione di avvalersi del revisore indipendente e dei costi che questo comporterebbe in termini di commissioni. In particolare, tenuto conto degli oneri associati, sarebbe anche auspicabile che la predetta comunicazione preveda la facoltà per l'istante di (i) sospendere o revocare la procedura di iscrizione ,ovvero (ii) fornire ulteriori elementi informativi e di valutazione che possano consentire all'Autorità di riconsiderare la decisione di incaricare un revisore.

4. Osservazioni relative all'Allegato 2 – Relazione Tecnica Illustrativa dell'Iniziativa

Con riferimento all'elenco minimo di informazioni di cui alla relazione tecnica illustrativa, ex Articolo 20, comma 3, lett. e), l'odierno scrivente desidera chiedere ulteriori chiarimenti interpretativi a codesta rispettabile Autorità con riguardo all'inclusione, nell'elenco di informazioni minime da notificare a CONSOB, anche delle regole di funzionamento e delle modalità di attribuzione dei permessi per le principali funzioni svolte dalla DLT, con riguardo *inter alia* anche all'esecuzione dei protocolli di consenso nonché delle funzioni di validazione e dei meccanismi di garanzia e di immutabilità.

Trattasi infatti di dati ed elementi strettamente afferenti alla blockchain su cui insiste il registro e che, pertanto, potrebbero non essere facilmente reperibili dal soggetto istante ovvero del tutto al di fuori delle proprie possibilità di controllo.

Ci si chiede dunque se il riferimento a simili elementi non possa avere come effetto quello di favorire quei soggetti istanti che siano già in possesso o si dotino di una blockchain proprietaria su cui far insistere il protocollo sotteso al registro su cui verranno scritturati gli strumenti finanziari emessi in formato digitale ovvero, ove applicabile, agli *smart contract* per disciplinarne il ciclo vitale (e patologico).

In tal caso, non si può non portare all'attenzione di codesta rispettabile Autorità l'eccessiva onerosità insita in un simile requisito in termini economici (i.e. di sviluppo e mantenimento della infrastruttura tecnologica); di responsabilità (i.e. con riguardo specifico alle tecniche di mitigazione dei rischi ICT nonché dei profili di responsabilità diretta in caso di deterioramento / perdita degli strumenti finanziari); nonché di tempo (i.e. tempistiche necessarie per rendere operativa l'infrastruttura tecnologica).

Inoltre, a parere di chi scrive, un simile requisito rischierebbe altresì di causare uno squilibrio competitivo tra i soggetti che abbiano deciso di investire nello sviluppo di soluzioni ovvero di protocolli DLT (dotandosi quindi di blockchain proprietarie) e quei soggetti che, invece, abbiano deciso di non procedere in tal senso a valle di una volontaria decisione commerciale ovvero costretti da difficoltà riscontrate nell'accesso a fonti di finanziamento / fondi per sostenere simili investimenti, ma intendano in ogni caso accedere alle nuove tecnologie avvalendosi di blockchain "terze". Pertanto, a mente di chi scrive, qualunque valutazione in questo contesto dovrebbe essere svolta tenendo anche a mente la necessità di favorire il sistema paese (con riguardo soprattutto ai livelli di avanzamento tecnologico / High-tech) per evitare di precludere o rendere eccessivamente oneroso l'accesso alle nuove tecnologie a quei soggetti che non si trovino nelle condizioni di aver sviluppato o di poter sviluppare una blockchain proprietaria con ciò avendo pieno accesso alle informazioni alla stessa pertinenti.

Tenuto conto di quanto sopra si chiede a codesta rispettabile Autorità di fornire chiarimenti in merito alle modalità con cui gli intermediari istanti dovrebbero adempiere ai requisiti informativi minimi di cui alla relazione in commento ed, in particolare, al livello di diligenza applicato il quale l'istante possa dirsi conforme ai propri oneri sebbene non sia riuscito a reperire tutte le informazioni prescritte.

Indipendentemente dalle valutazioni sopra esposte, si chiede a codesta rispettabile Autorità di valutare la possibilità per cui, anziché chiedere all'istante di descrivere minuziosamente le caratteristiche e connotati tecnici della blockchain sulla quale insisterà il registro, in ossequio al principio della proporzionalità, non sia preferibile pre-determinare una serie di criteri / elementi caratterizzanti in presenza dei quali il registro DLT possa dirsi potenzialmente idoneo a fornire le giuste garanzie di affidabilità nonché efficienza nonché integrità necessarie a garantire il buon funzionamento del regime di emissione e circolazione di strumenti finanziari in formato digitale.

A tal riguardo, a parere di chi scrive, si dovrebbe anche tenere debitamente conto della carenza nel contesto normativo e regolamentare attualmente vigente di requisiti di standardizzazione e / o certificazione cui le informazioni rese pubblicamente disponibili e accessibili dallo sviluppatore e / o dal gestore della rete blockchain debbano essere conformi. La mancanza quindi di precisi requisiti normativi a questo riguardo ha determinato lo svilupparsi di prassi molto eterogenee e disorganiche ma, allo stato, tutte pienamente legittime, in merito ai formati impiegati per le relative comunicazioni / white paper (ivi inclusi i documenti descrittivi dei protocolli di validazione); ai canali / modalità / frequenza con cui veicolare le necessarie informazioni al pubblico; nonché ai metodi per certificare, seppur sempre per via informale, quanto reso accessibile al pubblico.

Né sussiste una normativa ad hoc che imponga ai soggetti che “creano” la blockchain di dare disclosure sul suo funzionamento. Avendo ciò a mente, si ritiene che la richiesta di dettagliare nell'ambito della relazione illustrativa in commento i requisiti tecnici di cui alla sottesa blockchain possa trasformarsi in un requisito eccessivamente oneroso nonché esporre gli intermediari istanti a profili di responsabilità in merito ad informazioni tratte da documenti resi pubblici da soggetti terzi e la cui validità/correttezza non sia stata oggetto di verifica alcuna. Si richiede pertanto a codesta rispettabile Autorità di considerare la possibilità di modificare il Regolamento CONSOB al fine alleggerire gli oneri informativi in merito agli ambiti di cui si discute; limitare la richiesta per gli intermediari istanti a dati e informazioni facilmente reperibili presso il soggetto che gestisce il protocollo DLT; ovvero, avendo a mente i poteri di cui all'articolo 28 comma 2, lettera i) prevedere un regime di responsabilità conseguente a informazioni errate o non aggiornate soltanto in capo a quegli istanti che siano anche ideatori/gestori di una blockchain proprietaria.

5. Osservazioni sull'Allegato 3 – Documento pubblico sulle modalità operative del registro e sui dispositivi a tutela della sua operatività

Con riferimento all'elenco di informazioni di cui alla Sezione B dell'Allegato 3, si chiede a codesta rispettabile Autorità di voler accogliere le proposte di modifica di cui sotto (o di volerne formulare di più adeguate) per meglio chiarire che il riferimento alla polizza assicurativa nonché ad ogni altra adeguata forma di garanzia debba essere inteso come unicamente rivolto ai soggetti di cui all'Articolo 19, comma 1, lettere c) e d) del Decreto Fintech.

A parere di chi scrive, la formulazione attuale del testo potrebbe essere ritenuta non del tutto allineata con il tenore letterale dell'Articolo 24, comma 3, del Decreto Fintech e quindi essere foriera di interpretazioni disomogenee o disorganiche.

Testo Attuale	Testo con proposta di modifica
<p style="text-align: center;">ALLEGATO 3</p> <p style="text-align: center;">DOCUMENTO PUBBLICO SULLE MODALITÀ OPERATIVE DEL REGISTRO E SUI DISPOSITIVI A TUTELA DELLA SUA OPERATIVITÀ</p>	<p style="text-align: center;">ALLEGATO 3</p> <p style="text-align: center;">DOCUMENTO PUBBLICO SULLE MODALITÀ OPERATIVE DEL REGISTRO E SUI DISPOSITIVI A TUTELA DELLA SUA OPERATIVITÀ</p>

[...]	[...]
B) MODALITÀ OPERATIVE DEL REGISTRO E DISPOSITIVI A TUTELA DELLA SUA OPERATIVITÀ	B) MODALITÀ OPERATIVE DEL REGISTRO E DISPOSITIVI A TUTELA DELLA SUA OPERATIVITÀ
[...]	[...]
una descrizione della strategia di transizione di cui all'articolo 14, del decreto, applicabile alle categorie di strumenti finanziari scritturabili nel registro;	una descrizione della strategia di transizione di cui all'articolo 14, del decreto, applicabile alle categorie di strumenti finanziari scritturabili nel registro;
una descrizione della polizza assicurativa, o di altra adeguata forma di garanzia, a copertura della responsabilità per i danni che possono derivare dall'assunzione del ruolo di responsabile del registro.	per i soggetti di cui all'articolo 19, comma 1, lettere c) e d) , una descrizione della polizza assicurativa, o di altra adeguata forma di garanzia, a copertura della responsabilità per i danni che possono derivare dall'assunzione del ruolo di responsabile del registro.

6. Osservazioni su materie e previsioni che potranno essere oggetto di futura regolamentazione da parte di CONSOB

L'odierno scrivente accoglie di buon grado l'invito di codesta rispettabile Autorità a voler presentare già in questa fase primaria di consultazione eventuali considerazioni o commenti circa materie e previsioni oggetto di eventuale e futura regolamentazione da parte di CONSOB, ai sensi dell'Articolo 28, comma 2, del Decreto Fintech. Si ritiene infatti che questo rappresenti un ottimo metodo per anticipare l'individuazione di eventuali problematiche attuative della normativa primaria ovvero dubbi interpretativi circa la medesima nonché l'instaurazione di un proficuo dialogo tra stakeholder e autorità di vigilanza.

Sulla scorta delle considerazioni di cui sopra, si propongono a codesta rispettabile Autorità le seguenti valutazioni in merito ad eventuali aspetti della normativa in commento che, a parere di chi scrive, sarebbero meritevoli di previsioni ad hoc nel contesto della normativa applicabile all'emissione e circolazione di strumenti finanziari in formato digitale.

6.1 Conflitti di interessi e impatto sul novero dei servizi di investimento a valere sugli strumenti finanziari scritturati sul registro

La prima tematica che l'odierno scrivente vuole portare all'attenzione di codesta rispettabile Autorità è rappresentata dalle serie limitazioni pratiche nonché ostacoli al ricorso alla forma digitale di emissione e circolazione degli strumenti finanziari che verosimilmente potranno originarsi dalla previsione di cui all'Articolo 19, comma 4, del Decreto Fintech.

In particolare, per quanto qui di interesse, giova notare che la norma in commento preclude alle banche e alle imprese di investimento stabilite in Italia (quindi ivi ricomprese anche le succursali dei medesimi soggetti stabiliti in altri Stati Membro dell'Unione) nonché ai componenti del relativo gruppo di appartenenza di prestare i servizi di negoziazione in conto proprio e di assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente con riferimento agli strumenti finanziari digitali scritturati sui propri registri. A parere di chi scrive, questa formulazione si pone in netto contrasto con la market practice consolidatasi negli anni in merito all'emissione e circolazione di strumenti finanziari ed in particolare di titoli obbligazionari caratterizzate infatti dalla

presenza di soggetti quali *arranger* e *dealer* di cui l'emittente si avvale in prima battuta per la circolazione dei propri titoli nel mercato primario e che interviene come primo sottoscrittore dei titoli.

Pertanto, l'applicazione della previsione in commento precluderebbe di fatto al responsabile del registro, che sia al pari autorizzato quale banca, di svolgere il ruolo di *dealer* in relazione agli strumenti scritturati presso il registro di cui sia anche responsabile. Una simile preclusione, peraltro a mente del Decreto Fintech estesa anche ai soggetti appartenenti al gruppo del responsabile del registro (indipendentemente da un loro diretto coinvolgimento nelle relative funzioni), potrebbe quindi ragionevolmente rappresentare un serio ostacolo al concreto ricorso da parte degli emittenti agli strumenti finanziari emessi in formato digitale nonché di fatto precludere al responsabile del registro di svolgere alcuna attività a sostegno della liquidità degli strumenti finanziari emessi in formato digitale.

Sebbene si condividano le ragioni sottese alla previsione di cui all'Articolo 19, comma 4, da rinvenirsi in potenziali situazioni di conflitti di interesse, a mente di chi scrive i risvolti negativi potrebbero essere ben maggiori, tanto da urgere un ripensamento della previsione in parola o quantomeno, per quanto qui di interesse, l'introduzione di maggior flessibilità ovvero ipotesi di deroga in sede di normativa secondaria. Al contempo, a parere di chi scrive, è probabile che una simile limitazione nel novero di attività che possono essere svolte con riguardo agli strumenti finanziari scritturati nel registro di cui si sia anche responsabili possa disincentivare le banche dal proporsi quali responsabili del registro (in quanto trattasi dei soggetti più attivi nell'attuale mercato dei capitali per lo svolgimento dei compiti di *dealer* e *arranger*). Questo determinerebbe quindi a cascata il mancato sviluppo dell'infrastruttura tecnologica per l'emissione e la circolazione in formato digitale degli strumenti finanziari.

Analogamente si invita a considerare come la restrizione in parola precluderebbe la possibilità per il responsabile del registro di svolgere attività a sostegno della liquidità degli strumenti, tema particolarmente rilevante sol che si consideri come, trattandosi di emissioni che si collocano al di fuori del perimetro del Pilot Regime, sarebbero molto probabilmente afferenti a titoli non ammessi a negoziazione su sedi di negoziazione e, pertanto, essenzialmente illiquide.

A sostegno della tesi circa l'opportunità di pensare ad una revisione del perimetro della previsione in commento, giova anche sottolineare che nel contesto normativo attualmente vigente applicabile agli strumenti finanziari (molto genericamente considerato) sono già previste notevoli esenzioni da forti limitazioni a benefici di soggetti, quali i market maker, dediti alla negoziazione in conto proprio. In particolare, l'odierno scrivente intende fare riferimento all'esenzione dalla disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate¹ nonché quella relativa allo short selling². In queste sedi, infatti, il legislatore europeo ha voluto attribuire un valore intrinseco all'attività di market making con specifico riguardo al sostegno alla liquidità di mercato (o della sede di negoziazione) che da questa può derivare a beneficio degli operatori di mercato genericamente intesi.

Si chiede pertanto a codesta spettabile Autorità di voler considerare l'ipotesi di ripensare la formulazione dell'attuale Articolo 19, comma 4, ed in particolare, alternativamente, di , prevedere esenzioni dalle limitazioni ad oggi imposte ovvero meglio articolare i timori sottesi a una simile formulazione letterale per consentire legittimamente ai soggetti interessati di addivenire a soluzioni pratiche che, contestualmente, consentano di assicurare le necessarie precauzioni o accorgimenti per sopperire alle preoccupazioni del legislatore o del *regulator* nonché di prestare le loro attività di *dealer* ovvero di *arranger* o di *liquidity provider*

6.2 Estensione del novero degli strumenti assoggettabili alla disciplina del Decreto Fintech

¹ Il riferimento è all'Articolo 9(2) del Regolamento (EU) no. 596/2014 relativo agli abusi di mercato.

² Il riferimento è all'Articolo 17 del Regolamento (EU) no. 236/2012 relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente.

Con le seguenti osservazioni si vuole invitare codesta rispettabile Autorità a prendere in considerazione l'esercizio della delega regolamentare di cui all'Articolo 28, comma 2, lettera a-bis), del Decreto Fintech. A parere dell'odierno scrivente non esercitare la predetta potestà regolamentare riconosciuta a CONSOB non consentirebbe di cogliere a pieno le potenzialità applicative della DLT con riguardo ai prodotti c.d. strutturati che, proprio per la loro natura, meglio si prestano ad un impiego massivo delle nuove tecnologie e degli smart contract.

In particolare, a parere dell'odierno scrivente, tenendo anche conto di quanto sia sviluppato il mercato dei *certificates* in Italia, la blockchain nonché gli smart contracts che vi insistono potrebbero essere particolarmente utili per efficientare la gestione del ciclo di vita dello strumento finanziario derivato, nonché la gestione in automatico di, *inter alia*, (i) trigger event; (ii) eventi barriera; e (iii) fallback provision ecc.. Tutto ciò traducendosi in possibili vantaggi in termini di trasparenza, riduzione di errori, riduzione di costi, tracciabilità

6.3 Osservazioni Conclusive

Infine, a parere di chi scrive, sarebbe auspicabile l'avvio di una fase ulteriore di consultazione per l'esercizio delle seguenti riserve regolamentari attribuite a CONSOB ai sensi dell'Articolo 28, comma 2, del Decreto Fintech e che possa tener conto dei contributi degli stakeholder:

(i) *Ampliamento del novero dei soggetti abilitati a presentare istanza di iscrizione nell'elenco dei responsabili del registro*

In particolare, si consideri la possibilità di ricomprendere nella categoria residuale di cui all'Articolo 19, comma 1, lettera e), del Decreto Fintech anche soggetti non stabiliti in Italia ma comunque facenti parte di un gruppo che include soggetti stabiliti in Italia, anche eventualmente sottoponendo l'iscrizione nell'elenco da parte del medesimo a requisiti ulteriori rispetto a quelli contemplati dal Decreto Fintech (quale, a titolo esemplificativo, l'obbligo di deposito presso il soggetto stabilito di tutta la documentazione pertinente al funzionamento del registro per consentire l'espletamento delle attività di vigilanza e di supervisione da parte di CONSOB).

(ii) *Modalità per la determinazione della giornata contabile*

L'odierno scrivente ritiene che sarebbe molto utile raccogliere eventuali considerazioni che altri stakeholder potrebbero avere con riguardo alla determinazione della giornata contabile ai sensi e per gli effetti dell'Articolo 7 del Decreto Fintech. A parere di chi scrive, sarebbe ipotizzabile una sua determinazione, ad esempio, per quanto attiene a titoli obbligazionari o a strumenti derivati cartolarizzati, nell'ambito dei relativi termini e condizioni o negli ulteriori documenti contrattuali sottostanti l'emissione.

(iii) *Strumenti di controllo dei mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali scritturati nel registro*

A tal riguardo, l'odierno scrivente ritiene particolarmente utile avviare consultazioni con ulteriori stakeholder, anche esponenti del settore bancario / finanziario, avendo soprattutto riguardo agli elementi tecnici/pratici che le banche e le imprese di investimento pensano nel concreto di poter attuare per controllare per conto dell'effettivo titolare l'accesso agli strumenti finanziari scritturati nel registro.

(iv) *Esenzione dei requisiti previsti dal capo III ai sensi dell'articolo 28, comma 2, lettera (i)*

A tal riguardo, l'odierno scrivente ritiene utile avviare consultazioni con ulteriori *stakeholder*, per favorire un dibattito circa l'opportunità di prevedere le esenzioni in parola, tenuto conto delle esigenze del mercato e dei possibili casi d'uso.

Contatti

Con la presente, si autorizza la pubblicazione e la divulgazione in forma non anonima del presente Contributo.

Per qualsiasi chiarimento o approfondimento sul contenuto del presente Contributo, si prega di contattare:

Avv. Emiliano La Sala | Counsel

Head of domestic capital market and Fintech group coordinator

Allen & Overy – Studio Legale Associato

Via Ansperto, 5 | 20123 Milan | Italy

Direct +39 02 29 04 9740 | Tel +39 02 29 04 91

Fax +39 02 29 04 9333

Email: emiliano.lasala@allenoverly.com

Avv. Giulia Ghiandai | Associate

Allen & Overy - Studio Legale Associato

Corso Vittorio Emanuele II 284 | 00186 Rome | Italy

Direct +39 06 6842 7446 | Tel +39 06 6842 71

Fax +39 06 6842 7333

Email: giulia.ghiandai@allenoverly.com

Distinti saluti,

Allen & Overy – Studio Legale Associato

