

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO/MARZO

2023

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SECRETARIO DI REDAZIONE),
PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA,
ALBERTO MACER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO,
FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI,
FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista | dottrina
di Diritto Bancario | e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Lo «*shadow banking system*» tra vecchi fenomeni e trend emergenti

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Una panoramica generale sull’attuale perimetro dello «*shadow banking system*». – 3. Dalle ceneri della crisi finanziaria all’attuale quadro regolamentare del sistema bancario ombra: la fase evolutiva. – 3.1 L’emersione del fenomeno nel panorama europeo. – 4. La natura dello «*shadow banking system*» tra entità ed attività. – 4.1 L’individuazione dei soggetti attori dello «*shadow banking system*». – 4.2 La definizione delle attività riconducibili al sistema bancario ombra. – 5. Alcune riflessioni sugli schemi di regolazione del *FinTech* e sulle modalità di gestione di nuovi rischi sistemici: il *crowdfunding*. – 6. L’ipotesi di nuova era del sistema bancario ombra: brevi cenni sul c.d. «*shadow banking system 2.0*» e il ruolo della “finanza decentralizzata”.

1. Premessa

Può ormai considerarsi assodato che, a seguito dello scoppio della crisi globale finanziaria del 2007-2008, le istituzioni globali ed europee abbiano avviato un profondo processo di valutazione e di ripensamento degli schemi di regolazione del settore bancario e finanziario, con l’obiettivo di risolvere, o quantomeno attenuare, le carenze regolamentari fortemente poste in luce dallo scoppio della crisi stessa¹.

¹ Per un primo, seppur sintetico inquadramento, sull’evoluzione della crisi finanziaria globale cfr. G. NAPOLITANO, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali (Emergency Economic Stabilization Act of 2008, 3 ottobre; decreto legge 9 ottobre 2008, n. 155; decreto legge 13 ottobre 2008, n. 157)*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2008, XI, 1083 ss.; G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, 2011, 225 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in *Concorrenza e Mercato*, 2012, 867 ss. Per un approfondimento dettagliato sulle fasi evolutive del percorso di riforma del quadro regolamentare del sistema finanziario dopo il fallimento di *Lehman Brothers*, v. A. BROZZETTI, “Ending of too big to fail” *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, Bari, 2018, *passim*. In particolare l’A., dopo aver messo in rilievo “la mancanza di unitarietà, uniformità e la presenza di diversi regimi regolatori” che ha contraddistinto la disciplina del sistema finanziario prima dello scoppio del caso *Lehman Brothers*, si è a lungo soffermata sulle fasi successive allo scoppio della crisi, esaminando le principali tappe che hanno portato all’avviamento di un ampio programma di riforma delle regole della finanza.

Tale dato tuttavia non è l'unico che la crisi finanziaria ha messo in rilievo.

Il decennio successivo allo scoppio della crisi si è infatti caratterizzato per una costante perdita di fiducia da parte dei risparmiatori/investitori, conseguenza di una ormai conclamata diffidenza nei confronti del sistema bancario tradizionale². Le cause di tale fenomeno appaiono certamente da ricercare nella crescente difficoltà di accesso al credito e nell'ormai noto *trend* che ha visto la compressione dei margini di interesse andando così a colpire i risparmi, sovente con tassi negativi, ma non solo³. Il forte timore da parte dei risparmiatori di vedersi coinvolti nei meccanismi di gestione e risoluzione delle crisi bancarie ha sempre più incrinato la fiducia che questi riponevano negli enti creditizi⁴.

In tale contesto, si è dunque assistito ad una migrazione verso organismi finanziari alternativi che, seppur presenti sul mercato, godono di forme di regolazione parcellizzate e comunque, di fatto, lontane dal sistema di vigilanza prudenziale che caratterizza il sistema bancario tradizionale, soprattutto a seguito dello scoppio della crisi⁵. La moltitudine, per certi aspetti poco uniforme, di tali entità finanziarie è

² Sul dibattito sulla fiducia dei risparmiatori e quindi sulla solidità percepita del sistema bancario italiano nel suo complesso si v. C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*², Bologna, 2016, 102; EAD., *Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, II, *passim*. Sul punto anche M. ONADO, *Alla ricerca della banca perduta*, Bologna, 2017, *passim*; E. MONTANARO, M. TONVERONACHI, *Vulnerabilità del sistema bancario italiano. Diagnosi e rimedi*, in *Moneta e credito*, 2017, LXX, 299 ss.

³ *Ex multis* E. BRANCACCIO, *Draghi indica il futuro ma dribbla una domanda: chi pagherà questa crisi?*, articolo pubblicato sul *Il Sole 24 Ore, Econopoly* del 29 marzo 2020.

⁴ È infatti ormai da considerarsi fatto noto che, al diffondersi delle prime informazioni circa la difficoltà di un ente creditizio di adempiere regolarmente le proprie obbligazioni, la risposta da parte dei depositanti sia la folle «corsa agli sportelli». Sul punto cfr. C. BRESCIA MORRA, *Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti*, cit., 284; B. BORTOLOTTI, H. SONG SHIN, *Da Mary Poppins a Northern Rock. Spunti sulle corse agli sportelli moderne*, in *Merc. conc. reg.*, 2009, I, 79 ss.

⁵ Sul tema della vigilanza bancaria si veda C. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in *Banca imp. soc.*, 2015, I, 73 ss., EAD., *Le forme della vigilanza*, in AA. VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, F. CAPRIGLIONE (a cura di), 2015, 175 ss.

stata nel tempo ricondotta ad insieme, utilizzando la suggestiva locuzione di «*shadow banking system*», individuando con essa qualsiasi forma di intermediazione creditizia che si svolge in un ambiente in cui gli *standard* regolamentari e/o di vigilanza sono più flessibili, rispetto a quelli applicati alle banche tradizionali. Al riguardo, appare quindi evidente come l'assenza, o quanto meno la riduzione, in suddetto sistema dei presidi posti a salvaguardia del modello tradizionale, abbia posto in luce alcune criticità, non soltanto in termini di stabilità del mercato finanziario, ma anche di corretta competitività tra i due modelli finanziari e in ultima analisi di tutela dell'investitore.

Se per un verso allo «*shadow banking system*» è stato nel tempo attribuito il pregio di rendere il settore dei servizi finanziari più diversificato e resiliente, fornendo ulteriori opportunità di accesso al credito da parte di imprese e privati; dall'altro, non ci si può esimere dal constatare che l'insorgere incondizionato di tale fenomeno potrebbe generare rischi “di tipo bancario”, che possono avere effetti sistemici, quali, ad esempio, una leva finanziaria eccessiva e/o una non corretta valutazione del rischio di credito⁶.

La stretta interconnessione tra sistema tradizionale e sistema bancario ombra, ha inoltre generato nel tempo un clima di forte timore circa la possibilità di contagi tra i diversi settori finanziari, timore peraltro rafforzato dalla stretta interdipendenza esistente tra i due modelli e dalla ormai conclamata vulnerabilità del sistema ombra.

È noto che le banche ombra siano più vulnerabili alla c.d. “corsa al ritiro” degli investimenti. Esse, infatti, a causa dell'assenza di presidi regolamentari analoghi a quelli posti a salvaguardia del sistema bancario tradizionale, risultano maggiormente esposte alle situazioni in cui un numero imponente di investitori ritirino, contestualmente ed improvvisamente, il loro sostegno finanziario e ciò, peraltro, in assenza

⁶ Cfr. D. R. MUÑOZ, *Shadow Banking: The Blind Spot in Banking and Capital Markets Reform*, in *ECFR*, 2016, XIII, 157 ss. Un recente articolo sull'*Economist* dal titolo “*Beware the bossy state*”, del gennaio 2022, ha messo in rilievo il nuovo ruolo che gli Stati hanno scelto di svolgere all'interno dell'economia mondiale. Sulla natura e sul ruolo attribuito ai rischi connessi ai nuovi prodotti finanziari sempre più “*compositi ed opachi*” nel corso della crisi del 2008-2009, oltre che sulla necessità di un “*rafforzamento della supervisione e della regolazione sulle «shadow banking activities»*” cfr. A. BROZZETTI, “Ending of too big to fail” *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, cit., 25-26.

di quelle garanzie tipiche poste a salvaguardia del sistema bancario tradizionale. Si pensi alla tutela offerta ai depositanti mediante il meccanismo di assicurazione dei depositi ed ancora alla possibilità di accedere al credito di ultima istanza presso la banca centrale.

In definitiva, gli operatori che operano nel c.d. “sistema bancario ombra” sono stati qualificati come soggetti maggiormente esposti sia al “rischio di credito” che al “rischio di liquidità” e ciò in ragione dell’esperienza maturata durante la crisi del 2007-2008, nel corso della quale è stato possibile verificare l’inadeguatezza della valutazione del merito creditizio da parte di tali operatori finanziari e l’insorgere di problemi legati alla liquidità e derivanti dal fatto che lo «*shadow banking system*» operi con un’elevata leva finanziaria e quindi il capitale di cui dispone a fronte dei prestiti effettuati è molto basso.

In tale contesto, appare quindi preliminare una ricognizione sull’attuale perimetro di riferimento dello «*shadow banking system*»⁷,

⁷ Il fenomeno dello *shadow banking system* trova un primo riconoscimento nella letteratura straniera. Tra i molti si invita alla letteratura di Z. POZSAR, M. SINGH, *The Non-Bank-Bank Nexus and the Shadow Banking*, IMF Working Paper 11/289, 2011, reperibile al link <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Nonbank-Bank-Nexus-and-the-Shadow-Banking-System-25421>; P. MEHLING, Z. POZSAR, J. SWEENEY, D. H. NEILSON, *Bagehot Was a Shadow Banker: Shadow banking, Central banking, and the Future of Global Finance*, 2013, reperibile al link <https://ssrn.com/abstract=2232016>; E. BENGTSSON, *Shadow banking and financial stability: European money market funds in the global financial crisis*, in *Journal of International Money and Finance*, 2013, XXXII, 579; T. ADRIAN, A. B. ASHCRAFT, *Shadow Banking: a Review of the literature*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports n. 580, 2012, reperibile al link https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr580.pdf; L. E. KRODES, *What Is Shadow Banking?*, in *International Monetary Fund's Finance & Development section*, 2013, reperibile al link <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/pdf/basics.pdf>; L. ERRICO, A. HARUTYUNYAN, E. LOUKOIANOVA, R. WALTON, Y. KORNIYENKO, G. AMIŽIĆ, H. ABUSHANAB, H. SHIN, *Mapping the Shadow Banking System Through a Global Flow of Funds Analysis*, IMF Working Paper n. 10, 2014, reperibile al link <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1410.pdf>; D. M. PRATES, M. FARHI, *The shadow banking system and the new phase of the money manager capitalism*, in *Journal of Post Keynesian Economics*, 2015, XXXVII, 568. Più recentemente il fenomeno è stato indagato anche dalla nostra dottrina. Fra i contributi più autorevoli sul tema si richiama R. RAZZANTE, *Shadow banking*, in *Gnosis*, 2014, III, 56; V. LEMMA, *The Shadow Banking System: Creating Transparency in the Financial Markets*, Palgrave MacMillan, 2015; P. DE GIOIA CARABELLESE, *Le*

posto che lo stesso include al suo interno fattispecie variegata e ampiamente diversificate⁸.

2. Una panoramica generale sull'attuale perimetro dello «shadow banking system»

Per una corretta definizione delle categorie di soggetti coinvolti, appaiono certamente di supporto le linee guida sui limiti di esposizione verso soggetti del sistema bancario ombra adottate dall'*European Banking Authority* nel 2015 e, più recentemente, il *Draft* pubblicato nel maggio 2022, relativo alla determinazione dei criteri circa gli standard tecnici per identificare i soggetti operanti nel sistema bancario ombra. In entrambi i documenti, come avremo modo di approfondire meglio

cartolarizzazioni fra nuova regolamentazione UE e attività bancaria opaca, in *Studi sull' integrazione europea*, 2019, II, 339 ss.

⁸ Come viene ricordato nel contributo di F. ANNUNZIATA, *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane*, in *Analisi giur. econ.*, 2021, I-II, 207 «L'espressione «fondo di private equity» non appartiene al linguaggio del legislatore (né di quello eurounitario, né di quello nazionale), ma a quello dei mercati. Si tratta, in vero, di una formula da tempo radicata nella prassi, a sua volta articolata in ulteriori varianti (ad es. fondi di venture capital, fondi di private debt, le quali riflettono la crescente specializzazione di un settore in forte evoluzione. Tuttavia, quelle formule non trovano alcuna diretta, specifica base definitoria nel quadro legislativo dell'Unione, o in quello dell'ordinamento italiano.....Ciò non significa certo che il fenomeno sia sconosciuto al legislatore, giacché, in via di fatto, i fondi che il mercato e la prassi chiamano di private equity ricadono nell'ambito della disciplina della gestione collettiva del risparmio e delle relative tassonomie, in particolare, di quelle riconducibili al ceppo degli organismi di tipo «chiuso»». Per una ricostruzione più generale del fenomeno v. D. J. CUMMING, S. A. JOHAN, *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, 2nd Edition, Elsevier, 2013; S. BRESLOW, P. SCHWARTZ, *Private Equity Funds: Formation and Operation*, 2nd Edition, in *Practising Law Institute*, 2017; L. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività di impresa nel private equity*, Milano, 2018; S. CASELLI, G. NEGRI, *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, 3rd Edition, Academic Press, 2021; A. GERVASONI, F. SATTIN, *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano, 2020; R. IPPOLITO, *Private Capital Investing: The Handbook of Private Debt and Private Equity*, John Wiley & Sons Inc, 2019; R. BOOGAARD, J. MULLMAIER, *AIFMD and Private Equity*, in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, D. ZETZSCHE (a cura di), Kluwer Law International, 3rd Edition, 2020. In particolare, sul ruolo dei derivati nella crisi finanziaria si v. A. NIGRO, *Crisi finanziaria, banche e derivati*, in *Dir. banc. fin.*, 2009, I, 13 ss.

nel corso della trattazione, l'EBA individua per sottrazione il perimetro del settore *shadow*, specificando che tra le categorie di «*entities*» escluse dalla nozione di «*shadow banking system*» rientrano quelle assoggettate a un quadro prudenziale adeguato e sufficientemente solido. Tale indicazione, se pur di portata ampia ed astratta, consente al legislatore di modulare l'individuazione dei soggetti coinvolti anche sulla base dell'evoluzione regolamentare di tali fenomeni finanziari, tenendo altresì conto dei possibili punti di contatto tra lo «*shadow banking system*» e l'insorgere di nuovi segmenti del sistema finanziario, quali ad esempio i *digital lenders/marketplace* e gli *stablecoin*.

Appare dunque da subito evidente come la continua evoluzione dei sistemi finanziari, per lo più oggi riconducibile al segmento del *FinTech*⁹ e a quello della Finanza Decentralizzata (DeFi), renda in generale complesso, seppur necessario, il costante monitoraggio del sistema bancario ombra¹⁰ al fine di identificarne i possibili elementi di rischio e gli eventuali punti di contaminazione con il sistema bancario tradizionale, così da consentire all'interprete di ridelineare “ruolo e peso” da attribuire alle banche tradizionali¹¹.

Al riguardo, appare opportuno evidenziare come nel passato la crescita del ruolo del sistema bancario ombra sia dipesa anche, ma non esclusivamente, dalla volontà, maturata internamente ai modelli tradizionali, di trasferire parte delle proprie attività soggette a vincoli regolamentari estremamente stringenti verso il settore ombra. Tale impostazione traeva origine dal fatto che in tale settore le maglie della regolazione apparivano più fluide, consentendo, in una certa misura, anche ai modelli più tradizionali di restare al passo con la continua

⁹ Per la definizione di *FinTech* si richiama il paragrafo 5.

¹⁰ Si ricorda che dall'autunno del 2011 il FSB ha ribadito la necessità di una raccolta dei dati del sistema ombra. Cfr. *Financial Stability Board Report to G20 Leaders on progress in implementing financial regulatory reforms*, 4 November 2021; *Financial Reforms – Update on Progress, The Chairman To G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 4 April 2014; *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance: An Overview of Progress*, 12 November 2015. Per una disamina più approfondita dei Report del FSB v. A. BROZZETTI, “Ending of too big to fail” *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, cit. 54-55, in particolare v. nota 83.

¹¹ Sulle possibili ripercussioni del *FinTech* sulla disciplina dei mercati finanziari cfr. A. BROZZETTI, “Ending of too big to fail” *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, cit., 20-67-71.

innovazione tecnologica tipica del settore finanziario, senza il peso di vincoli normativi sempre più severi¹².

Pertanto, appare evidente che l'attività delle entità ombra presenta pregi e difetti. Da un lato, si connota per la sua portata apparentemente destabilizzante del sistema finanziario; dall'altro, a causa dei minori costi normativi, potrebbe qualificarsi come una forma di intermediazione finanziaria intrinsecamente più efficiente, generando così una forma di competizione "positiva" con il sistema tradizionale, se correttamente regolata e monitorata.

Per tali ragioni, parrebbe opportuno tentare di giungere ad una possibile coesistenza dei due modelli finanziari sulla base di un assetto regolamentare equivalente, nel tentativo di definire, da un lato, un ecosistema finanziario diversificato e, dall'altro, un sistema di regole e presidi più uniforme che garantisca una maggior tutela della stabilità e degli investitori¹³.

Per raggiungere tale obiettivo, appare certamente utile partire dall'attuale assetto regolamentare definito per il sistema bancario tradizionale, cercando, per un verso, di ridurre gli aspetti maggiormente burocratici che impattano negativamente sulle banche tradizionali e che mal si coniugano con modelli finanziari più innovati, provando, al contempo, ad applicare alcuni dei presidi regolamentari tipici delle banche tradizionali al sistema bancario ombra. Con riferimento, ad esempio, al tema delle riserve di capitale imposte ai prestatori tradizionali, si potrebbe pensare di applicare, in una qualche misura,

¹² Per un confronto tra sistema bancario tradizionale e sistema bancario ombra v. nota 6.

¹³ Le ragioni alla base di tali interrogativi sono principalmente da ricercare nella diffusione nel mondo finanziario dello «*shadow banking system*»; lo stesso è infatti cresciuto esponenzialmente, fino a diventare un valido concorrente per il sistema creditizio tradizionale non solo per quanto attiene l'intermediazione del credito alle famiglie, ma anche in quella del credito alle transazioni commerciali e degli investimenti. Al riguardo molto più diffusamente V. LEMMA, *Banking e shadow banking al tempo del covid-19: riflessioni nella prospettiva del market in Crypto-assets (MiCA)*, in questa *Rivista.*, 2020, IV, 854, dove afferma che «... appare evidente che l'emergenza sanitaria è un fattore di accelerazione del processo di regressione del sistema bancario costatato dall'inizio degli anni duemila». Sul rapporto tra sistema bancario tradizionale e ombra cfr. A. MIGLIONICO, *Innovazione tecnologica e digitalizzazione dei rapporti finanziari*, in *Contr. Impr.*, 2019, IV, 1376 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Considerazioni a margine del volume il tramonto della banca universale?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018, I, 1 ss.

presidi analoghi anche per le entità non bancarie ombra. Appare necessaria inoltre una profonda spinta armonizzatrice, in termini di regolazione, del *FinTech*, senza dimenticare la necessità di una più severa regolamentazione del mondo della finanza decentralizzata.

La presente indagine avrà quindi l'obiettivo di cercare definire cosa si intenda oggi con «*shadow banking system*», quali siano i modelli finanziari attualmente in esso inclusi e quali siano le nuove linee di confine dello stesso.

Una riflessione a parte riguarderà poi i profili evolutivi di tale sistema, con particolare riferimento al settore del *FinTech* e a quello della finanza decentralizzata, nel tentativo di individuare possibili nuovi spunti di riflessione che possano condurre ad una maggiore spinta armonizzatrice fra i due modelli finanziari.

3. Dalle ceneri della crisi finanziaria all'attuale quadro regolamentare del sistema bancario ombra: la prima fase evolutiva

Come anticipato, i confini del sistema bancario ombra si sono ampliati notevolmente negli ultimi decenni ed in particolare in concomitanza degli eventi generatori della grande crisi finanziaria del 2007 e della conseguente crisi del debito sovrano europeo del 2009¹⁴. È solo dopo lo scoppio della bolla speculativa dell'epoca che le istituzioni finanziarie mondiali hanno iniziato a soffermarsi su tale fenomeno, arrivando ad individuare nello stesso una delle principali cause della fragilità del sistema finanziario¹⁵.

L'esistenza di attività non regolamentate, ma di natura pseudo-bancaria, non poté al tempo certamente essere considerata una novità

¹⁴ Per una acuta analisi dei tratti salienti della crisi bancaria si v. in particolare A. NIGRO, *Il nuovo ordinamento bancario e finanziario europeo: aspetti generali*, in *Giur. comm.*, 2018, II, 183. L'Autore sottolinea come «*la crisi — che è iniziata come crisi bancaria, si è evoluta in crisi economica ed è “debordata” in crisi dei debiti sovrani — si è rivelata sempre più nitidamente il frutto di un autentico e generalizzato fallimento*».

¹⁵ Per una disamina più approfondita sulle origini storiche dello *shadow banking* si rinvia a C. BARBAGALLO, *Lo shadow banking e la regolamentazione italiana*, intervento al NIFA – *New International Finance Association World Finance Forum 2015*, 2015, 2 ss., reperibile al link <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2015/Barbagallo-050315.pdf>.

senza precedenti nella storia, tuttavia fu solo allora che l'attenzione dei regolatori si soffermò su tale fenomeno, portando quest'ultimi ad interrogarsi sui rischi connessi all'esercizio di tali attività, oltre che su tutte le questioni attinenti le interconnessioni con il sistema tradizionale in termini di stabilità del sistema economico.

Ed è proprio in quel periodo che prende vita l'espressione «*shadow banking system*», quando, per la prima volta, viene utilizzata dall'economista Paul McCulley, durante un suo intervento al simposio annuale della *Federal Reserve*, nel corso del quale lo stesso fece emergere un dato a suo tempo ritenuto allarmante, ovvero la frammentazione del processo di intermediazione creditizia¹⁶.

Come osservato da McCulley, in quegli anni si era infatti assistito all'ascesa di nuove forme di intermediazione basate su organismi, modelli e schemi negoziali alternativi rispetto a quelli tradizionali che – a differenza di quest'ultimi – si caratterizzavano prevalentemente per il ricorso ad un'elevata leva finanziaria, per la presenza di opacità informativa all'interno dei modelli di intermediazione, per la totale assenza di garanzie dirette e indirette, oltre che per la presenza di asimmetrie informative, tali da generare una serie di rischi di portata sistemica.

Nel tentativo di ricondurre tali modelli ad un unico sistema, già a quel tempo, emerse un dato comune alle diverse forme di *shadow banking*, ossia il maggior grado di rischiosità rispetto a quanto registrato nell'operatività dei tradizionali modelli creditizi. Questo dato era generato prevalentemente dal fatto che tali operatori, raccogliendo risorse economiche dal mercato, incorrevano nel rischio di una potenziale carenza di liquidità, che poteva indurli a vendere forzosamente, e a prezzi ridotti, le attività in portafoglio o a chiedere supporto a entità “*sponsor*”, ossia a rifinanziarsi presso il sistema

¹⁶ P. MCCULLEY, *Teton Reflections*, *Global Central Bank Focus*, *Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole Economic Symposium*, August/September 2007, il quale più precisamente descrisse il sistema bancario ombra affermando che «*unlike regulated real banks, who fund themselves with insured deposits, backstopped by access to the Fed's discount window, unregulated shadow banks fund themselves with un-insured commercial paper, which may or may not be backstopped by liquidity lines from real banks. Thus, the shadow banking system is particularly vulnerable to runs – commercial paper investors refusing to re-up when their paper matures, leaving the shadow banks with a liquidity crisis – a need to tap their back-up lines of credit with real banks and/or to liquidate assets at fire sale prices*».

bancario tradizionale. In sostanza, l'interdipendenza tra i due sistemi, seppur non determinata da rapporti di "finanziamento diretto" alle «*shadow entities*» da parte delle banche tradizionali, risultava comunque particolarmente forte in ragione del fatto che alcune di queste risultavano «*sponsor*» delle prime. Inoltre, l'assenza di garanzia quali, ad esempio, la possibilità di accedere a nuova liquidità attraverso il sistema delle banche centrali, unitamente all'impossibilità di ricorrere al sistema di assicurazione dei depositi, rischiava di generare forti problemi di stabilità del sistema «*shadow*».

Nonostante, le autorità avessero iniziato a identificare i rischi dello *shadow banking* fin dai suoi primordi, la definizione ufficiale del fenomeno in esame fu formulata solo qualche anno dopo, quando tra il 2010 e il 2011 il *Financial Stability Board (FSB)* giunse ad affermare che con la locuzione «*shadow banking system*» doveva intendersi «*credit intermediation involving entities and activities outside the regular banking system*». In tale sede, il *FSB* non si limitò soltanto a proclamare l'esistenza del sistema bancario ombra, ma iniziò a configurare le principali caratteristiche dello stesso e le conseguenti criticità di tali modelli.^{17 18}.

¹⁷ FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*, Basel, October 2011, reperibile al link https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf.

¹⁸ A nostro avviso la nozione di *shadow banking* che maggiormente evidenzia i tratti qualificanti del sistema è stata fornita un anno prima, nel 2010, dalla Federal Reserve, secondo la quale «*shadow banks sono quegli intermediari finanziari che eseguono la trasformazione delle scadenze, del credito e della liquidità, senza però avere accesso, in caso di necessità, alle disponibilità delle banche centrali o alle garanzie pubbliche riguardanti il settore del credito*». Cfr. FED, *Shadow Banking, Staff report* n. 450, 2010, 6. Tuttavia, per una ricostruzione sistematica del fenomeno si rinvia a L. GRILLET-AUBERT, G.B. HAQUIN, C. JACKSON, N. KILLEEN, C. WEISTROFFER, *Assessing shadow banking – nonbank financial intermediation in Europe, European Systemic Risk Board Occasional Paper* n. 10, 2016, 3; T. ADRIAN, *Financial Stability Policies for Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report* n. 664, 2014, 7; N. CETORELLI, *Hybrid Intermediaries, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report* n. 705, 2014, 1; T. ADRIAN, A.B. ASHCRAFT, N. CETORELLI, *Shadow Banking Monitoring, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report* n. 638, 2013, 2; E. PEROTTI, *The root of shadow banking, CEPR Policy Insight* n. 69, 2013, 2. Più in generale F. DI PERNA, *Lo shadow banking system e il ruolo dei fondi di credito nell'intermediazione creditizia la "zona d'ombra" della vigilanza prudenziale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, I, 36 ss.; S. CLAESSENS, L. RATNOVSKI, *What Is Shadow Banking?*, *International Monetary Fund Working Paper* n. 25, 2014,

Molti rischi erano quelli che si erano apertamente manifestati nel 2007, quando negli Stati Uniti si erano resi necessari i salvataggi di alcuni fondi o ancora nel momento antecedente lo scoppio della bolla dei mutui *subprime*. La crisi finanziaria dell'epoca venne infatti identificata con la crisi dello «*shadow banking system*» e la risposta fu l'introduzione di una regolazione più stringente dell'intero sistema finanziario, così da scongiurare il verificarsi di nuove bolle e garantire una maggiore trasparenza sui mercati finanziari¹⁹.

Nel luglio 2010 negli Stati Uniti fu emanata la legge federale *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* volta a regolamentare fermamente il sistema finanziario americano²⁰.

Contestualmente, data la propagazione della crisi finanziaria ormai in tutto il mondo, i vertici del G20 incaricarono il FSB di definire delle linee guida con l'obiettivo di incrementare la vigilanza e di introdurre una cogente regolamentazione sul fenomeno dello «*shadow banking system*». Nell'ottobre del 2011, il FSB presentò un report dal titolo «*Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*»²¹. In tale documento, il FSB, oltre a presentare i primi risultati sullo «*shadow banking system*», formulava un primo tentativo di intervento sul fenomeno a livello globale, prevedendo l'istituzione di una «*Task*

4; T. ADRIAN, A.B. ASHCRAFT, *Shadow Banking: a Review of the literature*, cit., 2012, 10; Z. POZSAR, T. ADRIAN, A.B. ASHCRAFT, H. BOESKY, *Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report* n. 458, 2010, 4.

¹⁹ Al riguardo si ricorda che sia negli Stati Uniti che in Europa il fenomeno dello *shadow banking* ha trovato la sua massima espansione nel periodo antecedente la crisi finanziaria e ciò grazie al fatto che tale fenomeno combinava insieme due modelli altamente speculativi quali i finanziamenti a breve termine da un lato e le cartolarizzazioni altamente speculative. Con l'avvento della fase di crescita dei mutui *sub-prime* negli Stati Uniti, il sistema bancario ombra subì una prima battuta d'arresto in termini di finanziamenti. Sul punto cfr. L. ERRICO, A. HARUTYUNYAN, E. LOUKOIANOVA, R. WALTON, Y. KORNIYENKO, G. AMIDŽIC, H. ABUSHANAB, H. SHIN, *Mapping the Shadow Banking System Through a Global Flow of Funds Analysis*, cit., 23.

²⁰ S. SCHWARTZ, *Regulating Shadow Banking*, in *Review of Banking and Financial Law*, 2012, XXXI, 619, reperibile al link <https://www.bu.edu/rbfl/files/2013/09/RegulatingShadowBanking.pdf>.

²¹ Le relazioni sul monitoraggio dello «*shadow banking system*», disponibili sul sito internet del *Financial Stability Board* a partire dal 2011, dimostrano come l'ampiezza del fenomeno abbia assunto nel corso di un decennio assoluto rilievo.

Force» che avrebbe avuto tra i suoi compiti quello di circoscrivere i rischi effettivi scaturenti e contestualmente definire il livello di regolamentazione opportuna al fine di scongiurare il verificarsi di un nuovo rischio sistemico, oltre che monitorare la portata del fenomeno²².

L'anno successivo, il FSB presentò il secondo rapporto annuale sul monitoraggio del sistema ombra «*A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*» e «*A Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*», a cui ne è seguito uno l'anno. In tale sede, il FSB ebbe cura di precisare che l'obiettivo prioritario della regolazione del fenomeno non doveva essere l'eliminazione di tale sistema quanto, piuttosto, l'uniformità regolamentare dello stesso rispetto all'intero sistema finanziario. Lo «*shadow banking system*» doveva quindi essere considerato come una valida alternativa per il futuro rispetto al sistema tradizionale, soprattutto in quanto lo stesso si caratterizzava per un basso costo di accesso al credito. In virtù di ciò, la finalità della regolazione del fenomeno doveva dunque condurre, mediante un'operazione costante di monitoraggio e tassonomia dei modelli *shadow*, all'identificazione degli eventuali rischi di vulnerabilità del sistema ed alla gestione degli stessi, con l'obiettivo di scongiurare possibili effetti di contagio tra i sistemi e garantire la stabilità dell'intero sistema bancario e finanziario²³.

3.1 *L'emersione del fenomeno nel panorama europeo*

Come un battito d'ali di farfalla che lentamente si trasforma in uno tsunami, anche al di là dell'oceano, l'Unione Europea si vide costretta ad intervenire prontamente, affrontando con fermezza il fenomeno in

²² La *task force FSB* ha adottato un approccio a doppio binario, stabilendo che le autorità, in virtù dell'ampia definizione suggerita: «*a system of credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system*», avrebbero dovuto individuare un ambito più specifico che mettesse in evidenza il concetto di «*[...] systemic risk concerns, in particular by maturity/liquidity transformation, leverage and flawed credit risk transfer, and/or ii) regulatory arbitrage concern*». Cfr. FSB, *Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board*, 12 April 2011, 3 reperibile al link http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf.

²³ Il FSB utilizza tre “aggregati” per misurare il “peso” dello «*shadow banking system*».

esame, nel tentativo di scongiurare gli effetti della crisi economica e di tutelare la stabilità del sistema bancario europeo²⁴. La crisi finanziaria si era infatti propagata rapidamente dagli Stati Uniti in Europa, travolgendo tutte quelle operazioni e attività c.d. *shadow* che si erano sviluppate al di fuori del perimetro di regolazione prudenziale delle banche tradizionali. Dalle ceneri della crisi era infatti emersa, anche nei mercati europei, l'insufficienza della regolazione del sistema bancario ombra e l'inadeguatezza della sola vigilanza sulle entità.

Da subito apparì chiara la necessità che la vigilanza sull'entità dovesse essere accompagnata da un controllo che avesse ad oggetto anche le attività potenzialmente in grado di generare rischi di tipo bancario. Tale controllo, soprattutto nel caso di attività c.d. *shadow*, doveva riguardare una maggiore trasparenza nelle operazioni.

Nel marzo 2012 la Commissione Europea pubblicò il Libro verde «*Sistema bancario ombra*» in cui venivano analizzati i possibili rischi del sistema bancario ombra nell'Unione Europea e le modalità operative con cui questi ultimi potessero essere contrastati dal punto di vista normativo²⁵. Partendo dall'evidenza che, seppur non esaustiva, l'UE disponeva già di una regolazione volta a garantire un'adeguata vigilanza del sistema finanziario, il Libro Verde constatava l'inefficienza regolamentare del settore *shadow*, proponendo quindi di intervenire sul fenomeno mediante una duplice attività di regolazione: i) indiretta, volta a scongiurare i possibili rischi sistemici derivanti dalle interconnessioni esistenti tra il sistema bancario ombra e quello tradizionale, ii) diretta, promuovendo una regolazione specifica per le entità e le attività dello «*shadow banking system*» qualificate come maggiormente rischiose.

²⁴ Secondo gli ultimi dati relativi al 2021: «*total assets of EU (euro area) investment funds and OFIs amounted to €42.6 trillion (€40.4 trillion) at the end of 2021, compared with €39.0 trillion (€37.0 trillion) at the end of 2020*». Cfr. ESRB, *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022, NBFIMonitor* n. 7, 2022, 12; M. BODELLINI, W.P. DE GROEN, C. RUSSO, R. LASTRA, T. AKHVLEDIANI, B. CASU, *The evolving key risks in the banking sector, and related priorities for the SRB, In-depth Analysis - Requested by the ECON committee*, 2022, 10, reperibile al link [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2022/733732/IPOL_IDA\(2022\)733732_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2022/733732/IPOL_IDA(2022)733732_EN.pdf).

²⁵ Cfr. Libro Verde della Commissione Europea del 19 marzo 2012 intitolato «*Sistema bancario ombra*» (COM(2012) 102), reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0102&from=DE>.

Le iniziative normative successive seguirono la via tracciata dalla Commissione Europea con il Libro verde. In primo luogo, il legislatore europeo ha definito una serie di misure volte al rafforzamento del sistema bancario tradizionale (c.d. misure indirette) quali, ad esempio, quelle volte al consolidamento dei requisiti patrimoniali delle banche²⁶.

La disciplina europea è andata inoltre ad incidere direttamente sulla regolazione delle entità e delle attività dello «*shadow banking system*» (c.d. regolazione diretta)²⁷. In particolare, il legislatore europeo con la Direttiva 2011/61/EC (*AIFMD*)²⁸ è intervenuta su uno dei settori di maggior rilievo del sistema bancario ombra, ossia quello dei fondi di investimento alternativi, dettando regole più stringenti volte a prevedere il monitoraggio del rischio di liquidità e l'applicazione di un sistema di gestione della liquidità. In virtù dei nuovi metodi di calcolo della leva finanziaria e dei nuovi obblighi di informazione prescritti dalla direttiva, si è reso più agevole il controllo da parte delle autorità competenti delle attività quali le operazioni pronti contro termine o i prestiti di titoli.

²⁶ Si pensi al pacchetto che disciplina i requisiti di capitale delle banche in recepimento delle direttive di Basilea III che comprende, da ultimo, l'adozione della direttiva europea CRD V (2019/878) e il regolamento CRR II (575/2013). Attraverso l'adozione di tali provvedimenti il *framework* di Basilea III è stato esteso, con alcuni adattamenti, anche agli intermediari finanziari non bancari, così da arginare alcuni dei rischi tipici dello «*shadow banking system*». Per un approfondimento sul punto v. A. BROZZETTI, *La legislazione bancaria europea. Le revisioni del 2019-2020*, Milano, 2022, *passim*.

²⁷ Per quanto concerne invece la disciplina italiana in tema di *shadow banking*, la stessa si è sempre caratterizzata per la sua ampia flessibilità, concedendo una maggiore facilità nell'identificazione di nuove forme di rischi. Il perimetro della vigilanza prudenziale, essendo molto ampio, comprende anche le istituzioni non bancarie. Per un approfondimento sul caso italiano si rinvia a L. BRUNI, *Banking and Financial Reregulation Towards 1992: The Italian Case*, in *Dermine Jean, European Banking in the 1990s*, Cambridge MA, Wiley-Blackwell, 1993, 241 ss. e a C. GOLLA, M. BURRONI, F. COLUMBA, A. ILARI, G. NUZZO, O. PANZARINO, *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, *Occasional Paper* n. 372, 2017, 30.

²⁸ Dir. (UE) 2011/61 del Parlamento Europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.

Per quanto concerne invece i fondi comuni monetari e gli ETF, gli stessi sono stati ricompresi nella disciplina sugli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). Peraltro, nel 2017, è stato pubblicato il regolamento (UE) 2017/1131 sui fondi comuni monetari che integrando le vigenti norme europee - in particolare la direttiva 2009/65/CE in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi comuni di investimento alternativi (FIA) - ha introdotto norme comuni volte a garantire un aumento della liquidità dei fondi comuni monetari necessaria a far fronte a richieste di riscatto improvvise, con l'obiettivo di migliorare il livello di protezione degli investitori e di previsione dei rischi di instabilità all'interno del mercato del finanziamento a breve termine (con vita residua non superiore a 2 anni) ²⁹.

Infine, viene approvato il Regolamento (UE) 2015/2365 ³⁰ sui *securities financing transactions*, avente quale obiettivo prioritario l'individuazione dei rischi derivanti da tali operazioni al fine di prevenire il propagarsi di rischi sistemici.

In linea con gli interventi normativi passati in rassegna, nel 2016, l'EBA ha pubblicato le linee guida «*Limiti delle esposizioni verso soggetti del sistema bancario ombra che svolgono attività bancarie al di fuori di un quadro regolamentato di cui all'articolo 395, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 575/2013*» ³¹. Le Linee Guida, in vigore dal

²⁹ Con riferimento ai fondi del mercato monetario (FMM), questi svolgono un ruolo importante nel sistema bancario ombra e nel mercato dei pronti contro termine. Per un approfondimento cfr. C. GOLA, M. BURRONI, F. COLUMBA, A. ILARI, G. NUZZO, O. PANZARINO, *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, cit., 51. V. anche: M. CIAN, *I FIA: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 293 ss.; F. ANNUNZIATA, *OICR di "private equity" e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile?*, in *Banca imp. soc.*, 2018, II, 207 ss.

³⁰ Reg. (EU) 2015/2365 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 23 dicembre 2015 del 25 novembre 2015, *sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012*. Cfr. C. GOLA, M. BURRONI, F. COLUMBA, A. ILARI, G. NUZZO, O. PANZARINO, *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, cit., 51.

³¹ EBA, *Limiti delle esposizioni verso soggetti del sistema bancario ombra che svolgono attività bancarie al di fuori di un quadro regolamentato di cui all'articolo*

1° gennaio 2017, dettano la metodologia che gli enti dovrebbero utilizzare nell'ambito dei propri processi interni e delle politiche aziendali al fine di affrontare e gestire il rischio di concentrazione derivante da esposizioni verso soggetti del sistema bancario ombra. In particolare, il documento precisa i criteri per fissare l'opportuno limite aggregato delle esposizioni verso soggetti del sistema bancario ombra che svolgono attività bancaria al di fuori di un quadro regolamentato, identificando altresì i limiti individuali delle esposizioni verso tali soggetti.

Da ultimo, nel maggio 2022, l'EBA ha pubblicato il «*Draft Regulatory Technical Standards on criteria for the identification of shadow banking entities under Article 394(4) of Regulation (EU) No 575/2013*». L'obiettivo principale perseguito dai «*Regulatory Technical Standards*» è quello di definire dei criteri univoci di identificazione delle entità bancarie ombra, prevedendo altresì la definizione delle attività e dei servizi finanziari interessati ed individuando i criteri per escludere che entità stabilite in paesi terzi possano di per sé essere ricondotte alla categoria degli enti bancari ombra.

4. *La natura dello «shadow banking system» tra entità ed attività*

L'approccio allo studio del fenomeno dello «*shadow banking system*» non può prescindere dall'approfondimento circa l'esatto perimetro dei confini dello stesso, nel tentativo di individuare correttamente quali siano i soggetti, i servizi e le attività riconducibili alla nozione di sistema bancario ombra, così da scongiurare il perseguimento di falsi miti.

Anche se gli studi sul fenomeno hanno nel tempo evidenziato una varietà di possibili modelli in termini di approccio alla corretta identificazione del sistema bancario ombra³², l'impostazione ormai da

395, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 575/2013, EBA/GL/2015/20, 03 giugno 2016.

³² La letteratura economica ha evidenziato come il sistema bancario ombra possa essere studiato e suddiviso secondo diversi criteri. Adrian ed altri, ad esempio, suddividono il fenomeno in tre macrocategorie: il sub-sistema dello *shadow banking* delle *government-sponsored enterprise*, il sub-sistema "interno" dello *shadow banking* e il sub-sistema "esterno" dello *shadow banking*. La Commissione europea,

tempo seguita a livello europeo, sia in sede di monitoraggio da parte dell'*European Systemic Risk Board* (ESRB) che in sede più prettamente regolatoria dall'*European Banking Authority* (EBA), appare quella di identificare, da un lato, le tipologie di entità riconducibili allo stesso e dall'altro, le diverse attività poste in essere da quest'ultime.

Tuttavia, se apparentemente il modello di indagine utilizzato a livello europeo è il medesimo, i risultati in termini definitivi a cui pervengono l'ESRB e l'EBA non appaiono sempre del tutto coincidenti. Infatti, come più volte evidenziato dall'EBA, anche se il modello d'indagine utilizzato in sede di monitoraggio delle «*EU Non-bank Financial Intermediation*» da parte dell'ESRB è quello applicato dall'EBA nelle linee guida del 2015, al contempo, il modello dell'ESRB include nel settore ombra una più ampia gamma di entità, senza tener in alcun modo conto degli assetti regolamentari già esistenti che mitigano i rischi ascrivibili al sistema bancario ombra. Si pensi, ad esempio, alla disciplina dei derivati OTC, disciplinati dal Regolamento EMIR, ed ancora agli *Alternative Funds*, regolamentati dalla Direttiva AIFM, al c.d. *Securitisation Framework* che disciplina le cartolarizzazioni STS, alla regolamentazione dei *Money Market Funds* e da ultimo al pacchetto di misure sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli, posti in essere con il solo scopo di mitigare i rischi connessi con il sistema bancario ombra³³.

La medesima critica mossa al modello applicato dall'ESRB, in termini di ampiezza definitoria del perimetro dello «*shadow banking system*», sembra applicarsi anche dal *Financial Stability Board* (FSB)³⁴.

invece, nel Libro Verde, ritiene che il sistema bancario ombra si basi su due pilastri: il primo si riferisce alle entità non bancarie che effettuano operazioni tradizionalmente riservate alle banche; il secondo si riferisce alle operazioni che possono svolgere le funzioni di investimento e finanziamento.

³³ L'ESRB effettua il monitoraggio dei «*Non-bank Financial Intermediation*» sulla base di una ricognizione per entità ed attività. Con riferimento alla mappatura delle entità, l'ESRB include tra lo «*shadow banking system*: i) *gli investment funds*, ossia i *money market funds* (MMFs), i *bond funds*, i *mixed funds*, gli *equity funds*, gli *hedge funds*, i *real estate funds*, gli *ETFs*, i *private equity funds* e i *private debt funds*; ii) altre istituzioni finanziarie quali le *financial vehicle corporations* (FVCs), gli *special purpose entities* (SPEs), i *security and derivative dealers* (SDDs) e le *financial corporations engaged in lending* (FCL)».

³⁴ Preme in questa sede sottolineare che, sebbene il monitoraggio effettuato dall'ESRB può apparire simile a quello dell'FSB, in quanto entrambi di basano sul

Si ricorda, infatti, che per il FSB sono da considerarsi in primo luogo «*Non-bank Financial Intermediation*» tutte le entità finanziarie non bancarie, ossia tutte le istituzioni finanziarie che non sono banche centrali, banche o istituzioni finanziarie pubbliche³⁵. Per ovviare in parte a tale criticità, nel 2015, il FSB ha modificato parzialmente il proprio modello, individuando -attraverso una nuova metodologia per la valutazione di entità e attività finanziarie non bancarie c.d. «*narrow measure*» - all'interno della categoria generale, un sottoinsieme di entità che svolgono attività di intermediazione creditizia e che possono generare rischi di stabilità finanziaria simili a quelli delle banche e/o generare arbitraggio regolamentare. Atale sottocategoria si giunge mediante l'applicazione di cinque funzioni economiche, come di seguito indicate: «*i) management of collective investment vehicles with features that make them susceptible to runs; ii) loan provision that is dependent on short-term funding, e.g.; iii) intermediation of market activities that is dependent on short-term funding or on secured funding of client assets; iv) facilitation of credit creation; v) securitisation-based credit intermediation*»³⁶.

Questo nuovo approccio ha portato a una significativa riduzione, rispetto agli anni precedenti, delle entità che il *Monitoring Universe* del FSB considera come «*Non-bank Financial Intermediation*». Ciò nonostante, ad avviso dell'EBA, la tassonomia fornita dal FSB risulta, a tutt'oggi, ancora costituita da una stima superiore e piuttosto prudente

modello entità/attività, tuttavia, gli stessi in realtà differiscono. Mentre l'FSB definisce le attività mediante un criterio "aperto", l'ESRB segue un approccio più semplice, raccogliendo dati su una serie chiusa di attività predefinite svolta da entità operanti al di fuori del perimetro della regolamentazione.

³⁵ Nel 2011, il FSB ha definito lo «*shadow banking system*» come «*credit intermediation that involves entities and activities (fully or partly) outside the regular banking system*» cfr. FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations of the Financial Stability Board*, 2011, 3, reperibile al link http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111027a.pdf.

³⁶ Dall'applicazione delle cinque funzioni, il FSB ha determinato che: La f. e. 1 è la più ampia, inglobando più della metà degli assets dello «*shadow banking system*». La f. e. 2 include società finanziarie, società di leasing, società di factoring e altri tipi di società di credito al consumo. La f. e. 3 rappresenta l'8,2% del sistema bancario ombra (\$4,2miliardi). La f. e. 4 rappresenta entità che forniscono garanzie e protezione contro i rischi del mercato del credito. Infine, la f. e. 5 è costituita da tutte le entità che sono coinvolte nell'attività di intermediazione creditizia basata sul processo di cartolarizzazione.

del numero e del valore economico effettivo delle attività bancarie ombra³⁷. Tale critica, peraltro estendibile anche al monitoraggio svolto dall'ESRB, si basa sul presupposto che l'art. 394(4)(b) del CRR³⁸, nel definire i criteri di identificazione delle entità ombra, ha precisato che «*i soggetti cui si applicano requisiti di solvibilità o di liquidità analoghi a quelli imposti dal presente regolamento e dalla direttiva 2013/36/UE sono integralmente o parzialmente esclusi dagli obblighi di segnalazione di cui al paragrafo 2 relativi ai soggetti del sistema bancario ombra*», escludendo pertanto, in una certa misura, tutte quelle entità che, se pur non assoggettate alla regolamentazione tipica del sistema bancario tradizionale, sono soggette comunque a vincoli di mitigazione dei rischi tali da determinarne l'equiparazione al sistema tradizionale e la conseguente esclusione dal sistema bancario ombra. Tale impostazione dipende dal fatto che in molti Paesi europei esistono regole che impongono anche a intermediari finanziari non bancari volte a tutelare gli investitori e a salvaguardare la stabilità dell'intero sistema finanziario. In conseguenza, seppur ritenuti utili in termini di classificazione, i *Monitoring* dell'ESRB e del FSB non possono essere utilizzati in maniera diretta per la costruzione della vigilanza prudenziale per le entità *shadow*, se si tiene conto che l'Unione Europea già detta regole in tema di solvibilità e liquidità per entità non ascrivibili direttamente al settore bancario tradizionale.

In ragione di ciò, l'EBA, nel tentativo di definire i criteri per identificare le entità *shadow*, ha preliminarmente chiarito che – in applicazione di quanto previsto dall'art. 394(4)(b) del CRR e in linea con la definizione di «*soggetti del sistema bancario ombra*» e di

³⁷ Al riguardo si segnala che l'EBA nel *Draft* pubblicato a maggio del 2022, ha valutato come non soddisfacente l'adeguamento posto in essere dall'FSB e la costituzione di una nuova sottocategoria, in ragione del fatto che, vengono considerate attività “*shadow*”, anche quelle che sono state assoggettate a regolazione, senza tener conto dei riscontrati effetti mitigatori del rischio. Al riguardo cfr. N. DOYLE, L. HERMANS, P. MOLITOR, C. WEISTROFFER, *Shadow banking in the euro area: risks and vulnerabilities in the investment fund sector*, *European Banking Authority, Occasional Paper Series* n. 174, 2016, 8, reperibile al link <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop174.en.pdf>.

³⁸ Cfr. Reg. (UE) 2013/575 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, reperibile al link <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/575/2021-09-30>.

«*imprese escluse*» di cui alle linee guida EBA del 2015 – possono essere considerate entità bancarie ombra esclusivamente quelle che svolgono attività bancarie al di fuori di un quadro prudenziale adeguato, limitando, così, sensibilmente l’ambito di applicazione delle entità *shadow*.

4.1 *L’individuazione dei soggetti attori dello «shadow banking system»*

Ai fini di una corretta definizione delle «*shadow entities*», il *Draft* dell’EBA sui criteri per l’identificazione dello «*shadow banking system*», individua, all’art. 1, i “*Criteria for identifying entities*”, dettando ai primi due paragrafi le ipotesi di esclusione di tutte quelle entità che risultano assoggettate a un regime di regolazione equivalente a quello previsto in ambito bancario. In virtù di ciò, le entità che svolgono attività o servizi bancari non possono essere identificate come entità bancarie ombra a condizione che siano autorizzati e vigilati da un’autorità di vigilanza che applichi la regolamentazione e la vigilanza bancaria sulla base almeno dei principi fondamentali di Basilea, ovvero siano soggette a un regime regolamentare riconosciuto come equivalente a quello applicato nell’Unione europea per tali entità³⁹.

Al paragrafo 3 il *Draft* identifica genericamente come possibili entità del sistema bancario ombra «*Any undertaking established in the Union or in a third country that offers banking services or performs banking activities as set out in Article 2 and that is not excluded according to paragraphs 1 or 2 of this Article or according to Article 3 [...]*», prevedendo altresì, in deroga allo stesso, l’esclusione dal sistema bancario ombra di «*an undertaking [...] where it is included in the supervision on a consolidated basis of an institution as defined in Article 3 (1), point 3 of Directive 2013/36/EU*».

³⁹ Sul tema della vigilanza equivalente si v. A. PERRAZZELLI, *What to regulate? How to regulate? Who should regulate?*, intervento al Webinar organizzato dall’Associazione Europea per il Diritto Bancario e Finanziario, 20 novembre 2020, 2, reperibile al link [Perrazzelli-webinar-AEDBF-20112020.pdf](#). L’Autrice riconosce che l’Italia gode di una buona regolazione degli intermediari non bancari, precisando altresì che l’approccio seguito nel nostro Paese, basato su un principio di vigilanza tendenzialmente equivalente (“convergente”), appare unico nel contesto internazionale.

Esaminando più nello specifico alcune categorie di entità che nel tempo hanno catturato l'attenzione dei regolatori e sollevato questioni circa la loro vicinanza al settore *shadow*, l'EBA, nel *Draft* in commento, ha definitivamente chiarito la sua posizione rispetto a tali soggetti, sottolineando come, gli stessi, essendo sottoposti ad un regime di vigilanza prudenziale di natura equivalente a quello previsto in materia bancaria, non debbano essere incluse nel sistema *shadow*. Si pensi, ad esempio, agli OICVM, i quali risultano attualmente disciplinati dalla direttiva 2009/65/CE e pertanto, come esplicitato nel *Draft*, esclusi dalle entità bancarie ombra ad eccezione della sola ipotesi dei *Money Market Funds* e ciò in ragione delle criticità emerse in tale settore nel corso della pandemia (cfr. Art. 1, par. 5). Al riguardo, si richiama il documento di consultazione dell'*European Securities and Markets Authority* ⁴⁰, pubblicato nel 2021, nel quale si evince il forte stress a cui sono stati sottoposti i *Money Market Funds* nel marzo del 2020. Per tali ragioni, è stata ritenuta opportuna una revisione di tale settore così da renderlo più resiliente alle condizioni di stress del mercato senza la necessità di un sostegno (implicito) da parte delle banche centrali, nel tentativo di ridurre il loro contributo in termini di instabilità del sistema finanziario ⁴¹. Pertanto, nelle more di tale procedimento di revisione, l'EBA ha ritenuto opportuno continuare a considerare tali fondi parte integrante del sistema bancario ombra.

Con riferimento invece ai fondi comuni di investimento alternativi (FIA), questi devono essere considerati enti *shadow* ogni qualvolta si verifichi una delle seguenti condizioni: «(a) *the alternative investment fund is a money market fund falling under Regulation (EU) 2017/1131; or (b) the alternative investment fund employs leverage on a substantial basis as set out in Article 111(1) of Commission Delegated Regulation (EU) 231/2013; or (c) the alternative investment fund is not prohibited*

⁴⁰ *Consultation Report, EU Money Market Fund Regulation – legislative review, 26 March 2021 | ESMA34-49-309*, reperibile al link https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-309_cp_mmf_reform.pdf

⁴¹ In particolare, l'ESMA ha sottolineato come «*the COVID-19 crisis has been challenging for MMFs. A number of EU MMFs faced significant liquidity issues during the period of acute stress in March 2020 with large redemptions from investors on the liability side, and a severe deterioration of liquidity of money market instruments on the asset side*», ritenendo necessaria una revisione dell'impianto regolatorio.

*from originating loans in the ordinary course of its business or from purchasing third-party lending exposures for its own account on the basis of its rules or instruments of incorporation».*⁴² Tale previsione è dovuta al fatto che, seppur i FIA risultano in generale regolati dalla direttiva 2011/61/UE, sussistono al loro interno categorie di FIA a cui, ad esempio, è concesso concedere prestiti, svolgendo di fatto un'attività di natura tipicamente bancaria, ma al di fuori del perimetro regolamentare del sistema bancario tradizionale. Ciò, pertanto, ha generato in capo a tali soggetti un elevato grado di rischio, incrementato, da un lato, dall'assenza dei classici presidi previsti dal CRR e dalla CRD e, dall'altro, dalla mancanza di una regolamentazione prudenziale equivalente volta ad attenuare le criticità che tali attività possono generare sul mercato in termini di rischi di natura sistemica.

Diversamente, le controparti centrali (CCP), in ragione della natura di tali entità e della portata limitata dei rischi connessi allo svolgimento di servizi e attività di investimento da parte delle stesse, sono state escluse dall'ambito di applicazione del sistema ombra⁴³. Tuttavia, si sottolinea che, nell'ipotesi in cui le stesse risultino stabilite in un paese terzo e svolgano servizi e/o attività bancarie, le controparti centrali dovrebbero essere trattate come entità *shadow*, salvo l'ipotesi in cui le stesse effettuino esclusivamente operazioni di compensazione in un regime equivalente a quello previsto dal regolamento (UE) n. 648/2012 (EMIR).

Per quanto concerne i *security and derivative dealers (SDDs)*, questi comunemente vengono inseriti nella tassonomia dello «*shadow banking system*», in quanto sono fortemente interconnessi con altre entità finanziarie. Tuttavia, posto che ad oggi un elevato numero di SDDs risulta inglobato in gruppi bancari e pertanto assoggettato a requisiti prudenziali e di segnalazione, appare ormai superato il tema della possibile inclusione nello «*shadow banking system*». Per quanto concerne, invece, gli SDDs rimasti autonomi, questi, rientrando ormai

⁴² Cfr. Art. 1, par. 6 del *Final Report on draft RTS on criteria for the identification of shadow banking entities* dell'EBA.

⁴³ Con riferimento alle pericolosità insite nelle CCP ed alla necessità di una regolazione europea in linea con gli standard internazionali si v. A. BROZZETTI, "Ending of too big to fail" *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, cit., 72-76-209.

nel perimetro del regolamento 2019/2033, della direttiva 2019/2034 e della CRR, si considerano fuori dal perimetro dell'ombra.

4.2 *La definizione delle attività riconducibili al sistema bancario ombra*

Con riferimento alla mappatura delle attività riconducibili al settore *shadow*, preliminarmente, appare opportuno evidenziare come nel corso del tempo, in alcune sedi istituzionali, sia emersa una certa propensione per l'applicazione esclusiva del solo parametro basato sull'«*activity*», e ciò sulla base del presupposto che l'impostazione «*entities-based*» fosse più incline a generare arbitraggi regolamentari. Ad oggi, tale impostazione appare superata in quanto, sia in sede internazionale sia in sede europea, il monitoraggio del settore *shadow* avviene mediante l'opportuna combinazione di entrambi i modelli «*entities and activity based*». Appare, infatti, evidente che l'identificazione del settore *shadow* mediante l'adozione di un modello basato unicamente sull'approccio «*entities based*» o «*activity based*» è inidoneo a stare al passo con le innovazioni tipiche del settore finanziario, rischiando così di diventare rapidamente obsoleto e non in linea con i modelli evolutivi in rapida progressione.

Alla luce di tali considerazioni, appare opportuna una riflessione sulla natura delle attività ascrivibili a tale fenomeno.

Muovendo l'indagine dalle indicazioni dell'EBA sulla nozione di attività incluse nello «*shadow banking system*», si osserva che le stesse risultano essere meno esaustive di quelle fornite con riferimento alla definizione delle entità *shadow*.

L'EBA infatti, sia nelle linee guida del 2015 che, più recentemente, nella proposta finale di norme tecniche di regolamentazione (RTS), contenente i criteri di definizione delle entità *shadow*, si è limitata a fornire un'ampia definizione di cosa debba intendersi con «*attività di intermediazione creditizia*» svolta dai soggetti del sistema bancario ombra che esercitano tali attività al di fuori di un quadro regolamentato, precisando che alla stessa è riconducibile ogni «*attività di tipo bancario che comporta la trasformazione delle scadenze, la trasformazione della liquidità, la leva finanziaria, il trasferimento del rischio di credito o attività simili. Tali attività comprendono quanto meno quelle elencate ai seguenti punti dell'allegato 1 alla direttiva 2013/36/UE: punti da 1 a 3, da 6 a 8, e 10*». Si pensi quindi all'attività di raccolta di depositi e

altri fondi rimborsabili; alle operazioni di prestito; al *leasing* finanziario; al rilascio di garanzie e impegni di firma; alle operazioni per proprio conto o per conto della clientela in: a) strumenti di mercato monetario (assegni, cambiali, certificati di deposito, ecc.), b) cambi, c) strumenti finanziari a termine e opzioni, d) contratti su tassi di cambio e tassi d'interesse, e) valori mobiliari; alle partecipazioni alle emissioni di titoli e prestazioni di servizi connessi; ai servizi di intermediazione finanziaria del tipo *money broking*.

In particolare, nella proposta finale delle norme tecniche di regolamentazione, l'EBA ha ribadito l'adeguatezza della definizione di «attività di intermediazione creditizia» già fornita nelle linee guida del 2015, ribadendo che «*the entities that play a part in the financial system but do not perform banking services and activities as set out in these draft RTS shall not be considered as shadow banking entities*». Diretta conseguenza di tale impostazione è quindi che, ad esempio, con riferimento alle *Securitisations Special Purpose Vehicle*, le stesse – posto che non esercitano attività incluse nell'allegato I della CRD – non possono essere identificate come «*shadow banking entities*».

Sulla base di tali presupposti, l'EBA, all'art. 2 del documento allegato al *Final Report* ha qualificato come «*banking services and activities*», oltre a «*the services and activities referred to in points 1 to 3, 6 to 8 and 10 of Annex I of Directive (EU) No 2013/36/EU[...]*», «*[...]any other service or activity involving maturity transformation, liquidity transformation, leverage or credit risk transfer*], precisando, altresì, che restano escluse dalla nozione di servizi e attività di investimento le attività e i servizi consistenti nella compensazione di cui all'art. 2, par. 3, del regolamento UE n. 648/2012.

Partendo quindi dall'ampia nozione delineata dall'EBA, appare opportuno individuare le caratteristiche principali dell'insieme di attività che originariamente, nel corso della crisi del 2008-2009, sono state considerate vicine allo «*shadow banking system*», al fine di verificarne l'attuale qualificazione come “attività ombra”.

L'indagine sulle operazioni di cartolarizzazioni, svolta subito dopo la crisi finanziaria 2007-2009, ha mostrato che queste operazioni rappresentano una delle attività classiche dello «*shadow banking system*» sia in termini di rilievo economico che di stabilità finanziaria. Tali transazioni hanno segnato nel passato il traghettamento da un modello di banca tradizionale “*orginate and hold*” a un altro che

prevede il trasferimento dei rischi tipici bancari ai mercati finanziari: “*originate to distribute*”.

In particolare, le operazioni di cartolarizzazione, avendo dato vita ad un mercato parallelo alternativo a quello tradizionale finanziario, in cui il denaro non veniva raccolto attraverso soggetti tradizionali vigilati – quali le banche e/o le imprese di investimento – ma tramite veicoli autonomi sul piano patrimoniale, ossia gli *special purpose vehicles*, sono state nel tempo elevate a modello di attività tipiche dello «*shadow banking system*».

Tale ricostruzione appare oggi ampiamente superata. Le cartolarizzazioni, inizialmente inquadrate all’interno dell’attività bancaria opaca, risultano oggi diffusamente regolate da una normativa finalizzata a massimizzare le efficienze e minimizzare i rischi insiti nell’attività bancaria opaca⁴⁴. Le istituzioni europee, con l’adozione del regolamento UE sulle cartolarizzazioni⁴⁵ – finalizzato tra l’altro a creare le così dette “cartolarizzazioni STS” (*STS securitizations*) – hanno infatti definito un articolato quadro normativo volto all’efficientamento di un mercato sostenibile di cartolarizzazioni, semplici, trasparenti e standardizzate. Inoltre, le entità che pongono in essere operazioni di cartolarizzazione sono oggi soggette a regole di vigilanza, dovendo rispettare rigorose norme di natura prudenziale, stabilendo un trattamento prudente e sensibile al rischio delle attività e degli investimenti, ai sensi del regolamento relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (CRR). Da ciò si può quindi desumere che, le cartolarizzazioni sono oggi oggetto di un reticolato molto stringente di norme che ne determina di fatto, sulla base del principio della “regolazione equivalente” enunciato dall’EBA, l’esclusione dal perimetro del sistema bancario ombra.

⁴⁴ Il 4° considerando del regolamento UE sottolinea i risvolti positivi che le operazioni di cartolarizzazione generano sul mercato finanziario, individuando nelle stesse «...*un elemento importante ai fini del buon funzionamento dei mercati finanziari*». Per un approfondimento sui benefici delle cartolarizzazioni v. B. CASU, A. SARKISYAN, *Securitization*, in *Oxford Handbook of Banking*, A.N. BERGER, P. MOLINEUX, J.O.S. WILSON (a cura di), Oxford, 2015, 354.

⁴⁵ Reg. (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2017, *che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012*.

Riflessioni analoghe riguardano i *Credit default swap (CDS)*⁴⁶. Al riguardo preme ricordare che, a seguito dello scoppio della bolla finanziaria del 2008, anche tali strumenti sono stati posti al vertice piramidale del sistema *shadow* e ciò in virtù del fatto che i loro mercati, caratterizzandosi per il ricorso ad un'ampia leva finanziaria, determinavano forti oscillazioni tali da generare ripercussioni di natura sistemica all'interno dell'intero sistema finanziario. Lo sviluppo dei CDS⁴⁷, consentendo la creazione di una maggiore leva finanziaria, ha fatto sì che tali prodotti rivestissero un ruolo cardine durante la crisi del 2008, arrivando a generare la necessità che gli stessi venissero correttamente regolamentati per scongiurare nuove ipotesi di crisi. In virtù di ciò, all'indomani della crisi del 2008, il Congresso e le Autorità di regolamentazione europee hanno adottato misure per ridurre la leva finanziaria che gli *swap* avrebbero potuto creare nel sistema finanziario, introducendo, tra l'altro, il divieto delle operazioni di *credit default swap* a c.d. «nudo» e dettando tutta una serie di obblighi di comunicazione tra i gestori degli investimenti e le autorità bancarie⁴⁸.

5. Alcune riflessioni sugli schemi di regolazione del FinTech e sulle modalità di gestione di nuovi rischi sistemici: il crowdfunding

Il rapporto tra innovazione finanziaria e regolazione è da sempre caratterizzato da una forte tensione: da un lato il mondo finanziario che, nel tentativo di generare maggiori profitti, cerca di operare tra le maglie libere della regolazione; dall'altro il regolatore che, con il suo apparato

⁴⁶ Lo sviluppo di *credit default swap (CDS)* risale alla metà degli anni '90, generando un modo nuovo e inizialmente illimitato di creare leva finanziaria.

⁴⁷ Si ricorda che la *Financial Crisis Inquiry Commission* ritenne che «we conclude over-the-counter derivatives contributed significantly to this crisis». Cfr. *Financial Crisis Inquiry Commission, The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of the National Commission on the Financial and Economic Crisis in The United States*, 2011, xxiv, reperibile al link <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>.

⁴⁸ Cfr. Reg. (UE) 2012/236 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 marzo 2012, relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei *credit default swap*. Negli Stati Uniti sono invece state approntate in tal senso modifiche al Titolo VII del Dodd-Frank.

burocratico complesso, cerca di restare al passo con i tempi, dettando regole efficienti ⁴⁹ per la disciplina dei fenomeni attuali ⁵⁰.

Tale dicotomia – che da sempre risulta presente nelle relazioni tra efficienza regolatoria e l’insorgere di nuove fattispecie finanziarie ⁵¹ – sta assumendo un ruolo di assoluto rilievo nel dibattito odierno e ciò in ragione della forte spinta espansiva delle nuove forme innovative di finanza in alternativa ai modelli tradizionali ⁵².

Le ragioni di tale rapido sviluppo vanno infatti ricercate nei presunti benefici ⁵³ che i nuovi settori c.d. “tecnologici” della finanza apportano al mercato finanziario, sia in termini di riduzione dei costi operativi e di transazione, sia in virtù di una maggiore accessibilità ai servizi finanziari, di una più funzionale comparazione degli stessi ed infine di una maggiore flessibilità operativa. Tutto ciò genera un aumento dell’efficienza del settore finanziario permettendo ai nuovi operatori di

⁴⁹ Sulla natura delle regole e sul corretto equilibrio nel perseguimento del bene comune tra regole di mercato e regole eteronome v. A. ZOPPINI, *Il diritto privato e i suoi confini*, Bologna, 2020, *passim* e F. ANNUNZIATA, M. LAMANDINI, “Questo è un nodo avviluppato”: *divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 34.

⁵⁰ Cfr. A. PERRAZZELLI, *What to regulate? How to regulate? Who should regulate?*, cit., 8.

⁵¹ Per un approfondimento sul ruolo della regolazione in ambito finanziario e sui possibili sviluppi in chiave prospettica v. C. BRESCIA MORRA, *The New European Union Framework for Banking Crisis Management: Rules versus Discretion*, in *ECFR*, 2019, XVI, 349; F. ANNUNZIATA, M. LAMANDINI, “Questo è un nodo avviluppato”: *divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario*, cit., 34.

⁵² La pandemia da COVID-19 e la crisi economica che da essa ne è scaturita sembrano aver altresì accelerato lo sviluppo di fenomeni distorsivi tipici della c.d. finanza progredita. L’applicazione dei modelli di intelligenza artificiale e l’introduzione massiva di processi legati ai meccanismi derivanti dalla c.d. “Data economy”, se, da un lato, hanno portato una forte spinta innovativa all’interno del mercato creditizio, al contempo, hanno fatto emergere l’inadeguatezza strutturale del dettato regolamentare e del ruolo di vigilanza delle Autorità di settore.

⁵³ Sui risvolti positivi che il *FinTech* può apportare al mercato finanziario si v. A. PERRAZZELLI, *What to regulate? How to regulate? Who should regulate?*, cit., 8. L’Autrice al riguardo sottolinea come «L’applicazione del digitale al settore finanziario (es. *FinTech*) consente di ottimizzare i processi interni, riducendo i costi e aumentando produttività e competitività; consente di migliorare l’offerta con prodotti e servizi innovativi e più efficienti ... con ricadute positive in termini di performance, espansione a nuovi segmenti di clientela, nuove occasioni di profitto».

essere più competitivi rispetto agli intermediari tradizionali, aumentando, al contempo, i ricavi ⁵⁴.

Tuttavia, come si è avuto modo di osservare, l'assenza, in tali settori, di presidi regolamentari equivalenti a quelli imposti per il sistema bancario tradizionale, può generare effetti sulla stabilità dell'intero sistema finanziario analoghi a quelli già verificatisi nel recente passato ⁵⁵.

L'avvento del cosiddetto "credito *FinTech*" ⁵⁶, mediante l'utilizzo delle piattaforme online o di entità non bancarie collegate alla tecnologia finanziaria nell'erogazione del credito o nell'agevolazione della creazione del credito, ha infatti generato l'insorgere di una serie di nuove questioni per le autorità di vigilanza, analoghe per certi aspetti a quelle che hanno interessato il fenomeno regolatorio dello «*shadow banking system*», riferite in particolare alla necessità di garantire una protezione adeguata al pubblico degli investitori, onde evitare nuovi potenziali rischi sistemici ⁵⁷.

In tale contesto ⁵⁸, appare dunque di particolare attualità indagare circa le possibili analogie tra gli originari modelli ascrivibili allo «*shadow banking system*» e i nuovi settori emergenti della finanza, allo scopo di scongiurare i possibili effetti tipici dell'assenza di regolazione in tali aree. Lo sviluppo di nuovi settori finanziari, e dunque originariamente privi di regolamentazione, ha infatti portato gli interpreti ad interrogarsi se si stia avviando una nuova fase *shadow* della finanza ⁵⁹, identificata più correttamente come «*shadow finance*

⁵⁴ Secondo una indagine di Banca d'Italia, le tecnologie *FinTech* si stanno diffondendo in maniera esponenziale nell'industria finanziaria italiana. Cfr. Banca d'Italia, *Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano*, Novembre 2021, reperibile al link [2021-FINTECH-INDAGINE.pdf](#)

⁵⁵ Per una disamina sui rischi connessi al *FinTech* si v. A. BROZZETTI, "Ending of too big to fail" *tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme*, cit. 74, 185.

⁵⁶ Recentemente si v. N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021, *passim*.

⁵⁷ S. CLAESSENS, J. FROST, G. TURNER, F. ZHU, *I mercati del credito fintech nel mondo: dimensioni, determinanti e questioni relative alle politiche*, in *BIS Quarterly Review*, 2018, 2.

⁵⁸ L'emersione delle piattaforme informatiche rappresenta infatti un fattore di facilitazione dell'accesso al mercato da parte degli organismi d'investimento.

⁵⁹ P. DE GIOIA CARABELLESE, *Bail-in, diritti dei creditori e Costituzione italiana*, in *Giur. comm.*, 2020, V, 967. Sempre dello stesso Autore si v. *Securitisations, in H-*

system»⁶⁰, e più di recente, come vedremo meglio nello sviluppo della trattazione, con la locuzione «*shadow banking system 2.0*»⁶¹.

Esaminando in primo luogo il settore del *FinTech*⁶², questo seppur considerato un settore emergente della finanza, è già stato oggetto di ampia osservazione da parte delle autorità europee e nazionali⁶³, che

Y Chiu, Macneil, Research Handbook on Shadow Banking: Legal and Regulatory Aspects, in *Edward Elgar's Series*, Cheltenham and Northampton, Edward Elgar, 2018, 117; *Le cartolarizzazioni fra attività bancaria opaca e nuovo Regolamento EU*, cit., 339 e, più recentemente, *Cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate. Dallo shadow banking al techno banking*, Bari, 2020. Senza dimenticare che ormai in modo più ampio si utilizza la locuzione “*Shadow economy*”.

⁶⁰ Sul punto v. F. BASSAN, M. RABITTI, *Dalla sharing, alla social verso la shadow economy: l'Europa in transizione*, in *Nono Rapporto annuale “Dalla sharing alla social economy”*, *Consumers' Forum e Università degli Studi Roma Tre*, 2016, 8 ss.

⁶¹ L'esponente più prestigioso di questa tesi è Hilary J. Allen, autrice di un documento dal titolo emblematico: “*DeFi: Shadow Banking 2.0?*”, in *William & Mary Law Review*, 2022. Per un commento v. A. LONGO, «*La finanza decentralizzata? Un rischio come i mutui subprime*», articolo pubblicato sul *Il Sole 24 Ore* del 19 marzo 2022.

⁶² Per una nozione esaustiva di *FinTech* si richiama G. BARBA NAVARETTI, G. CALZOLARI, A. F. POZZOLO, *Banche e Fintech. Amici o nemici?*, in *European Economy - Banks, Regulation e Real Sector*, 2017, II, 9 che riconducono al *FinTech* l'insieme dei «*nuovi processi e prodotti finanziari resi disponibili dal progresso tecnologico digitale*». Al riguardo si ricorda che il *Financial Stability Board* ha definito il *FinTech* come «*technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services. While the broad term “FinTech” can be useful to describe a wide range of innovations, further specificity is needed for individual innovations. In this light, it is useful to classify FinTech developments by the main existing economic functions they provide. This is helpful for two reasons: first, it draws out the financial stability implications of FinTech as compared to the existing financial market structure and, second, it places the focus of analysis on the activities and outcomes rather than on the FinTech service providers or underlying technologies*». Cfr. FSB, *Financial Stability Implications from FinTech*, 2017, 7, reperibile al link <https://www.fsb.org/2017/06/financial-stability-implications-from-fintech/>.

⁶³ Preme infatti in questa sede evidenziare come nell'ambito dei nuovi rischi di natura sistemica derivanti dallo *shadow banking* e dichiarati rilevanti dal FSB l'accento viene posto su quelli connessi alla crescente importanza del fenomeno *FinTech*. Il tema della regolamentazione di questi operatori è particolarmente delicato: da un lato sono evidenti i benefici che le imprese *FinTech* stanno apportando al sistema finanziario in termini di innovazione, stabilità e inclusione; da altro punto di vista si nota come la velocità e la pervasività dei cambiamenti introdotti da questi

nel tempo hanno identificato i possibili rischi insiti nello stesso ed iniziato a definire un apparato regolamentare idoneo a scongiurarne i possibili effetti di contaminazione a cascata sul sistema bancario tradizionale⁶⁴.

Se infatti il *FinTech* conserva al suo interno tutti quei benefici sopra elencati, tipici dei nuovi modelli di finanza, migliorando l'accesso ai finanziamenti e l'inclusione finanziaria dei cittadini connessi digitalmente⁶⁵, al contempo, all'interno dello stesso risiedono una serie di criticità connesse alla ciber-sicurezza, alla protezione di dati, alla tutela degli investitori e, non da ultimo, all'integrità del mercato, di cui il regolatore deve tener conto⁶⁶.

In tale contesto, il legislatore europeo, traendo esperienza dalla crisi dello «*shadow banking system*» del 2008, ha avviato un processo di

operatori stia causando anche nuovi potenziali rischi e timori, rendendo difficile per i regolatori tenere il passo delle novità introdotte. Cfr. FSB, *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*, 2019, 18, reperibile al link <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf>.

⁶⁴ Al livello europeo numerose sono state le iniziative volte ad indagare le criticità inerenti il settore del *FinTech* e i relativi ambiti di interesse regolamentare. Si v. la *Comunicazione della Commissione Europea al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni. «Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo»*, dell'8 marzo 2018, COM/2018/0109 final, reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/ALL/?uri=CELEX%3A52018DC0109>, ed ancora, più di recente, la *Digital Finance Strategy* della Commissione Europea, del 24 settembre 2020, reperibile al link https://ec.europa.eu/info/publications/200924-digital-finance-proposals_en.. Numerose iniziative sono state registrate anche dalle Autorità nazionali. Tra le molte si richiamano Banca d'Italia, *Indagine fintech nel sistema finanziario italiano*, cit. ed ancora la *Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, del giugno 2022.

⁶⁵ Sul concetto della c.d. «*Democratizzazione della finanza*» si v. tra gli altri: P. LIBERATI, M. PARADISO, *La teoria positiva del beneficio e la finanza democratica in una prospettiva storica*, in *Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze*, 2019, II, 85; E. MACCHIAVELLO, *Peer-to-peer lending and the “democratization” of credit markets: another financial innovation puzzling regulators*, in *Columbia Journal of European Law*, 2015, XXI, 529-530.

⁶⁶ Si pensi non soltanto ai rischi non prettamente di natura economica, quali ad esempio i rischi tecnologici (c.d. rischi IT), ma anche ai rischi reputazionali e ai rischi relativi alla *governance* d'innovazione.

regolamentazione del settore, inaugurato con l'adozione del c.d. *FinTech Action Plan*. In tale documento la Commissione europea ha auspicato una rapida diffusione dei «*prodotti e soluzioni fintech a vantaggio delle economie di scala del mercato unico*», senza tuttavia «*compromettere la stabilità finanziaria o la protezione dei consumatori e degli investitori*»⁶⁷.

Il timore, in realtà, per una possibile vicinanza tra il settore del *FinTech* e quello dello «*shadow banking system*», con tutte le possibili conseguenze negative che ciò comporterebbe, non è stato nel tempo taciuto, e ciò anche in conseguenza della presenza di numerose similitudini tra i due modelli.

Entrambi i sistemi rappresentano infatti un'innovazione del sistema finanziario: si ricorda che lo *shadow banking* si è sviluppato grazie alla nascita di nuovi prodotti e processi finanziari più complessi e redditizi, come i derivati e le cartolarizzazioni, mentre il *FinTech* trae la sua origine nelle innovazioni puramente tecnologiche che modificano i prodotti e i processi finanziari. Dunque entrambe rappresentano un cambiamento profondo nel modo di operare all'interno del sistema finanziario. In secondo luogo, entrambi i sistemi, se correttamente regolati, possono essere considerati una risorsa positiva per l'economia. Al contrario, ove lasciati all'autoregolamentazione, possono generare esternalità negative tali da generare un effetto di contaminazione anche sui mercati finanziari più tradizionali.

Inoltre, si ricorda che in entrambi i sistemi operano soggetti che effettuano intermediazione creditizia senza, al contempo, avere accesso, in caso di necessità, alla liquidità delle banche centrali e ai sistemi di garanzie pubbliche riguardanti il settore del credito⁶⁸, generando, in tale ipotesi, un forte rischio sistemico e aumentano la possibilità che i consumatori si indebitino eccessivamente.

Infine, per quanto concerne i profili più prettamente inerenti l'interdipendenza tra i due modelli in commento e il sistema bancario tradizionale – come si è già avuto modo di osservare con riferimento

⁶⁷ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni «*Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*», cit.

⁶⁸ Un esempio su tutti, non accedono alla copertura dei Sistemi di garanzia dei depositi.

allo «*shadow banking system*», dove, il più delle volte, erano le stesse banche tradizionali ad operare (ad esempio attraverso le cartolarizzazioni) – anche nel caso del *FinTech* si registra un forte interesse all’investimento da parte degli intermediari tradizionali, generando così una maggiore interdipendenza tra i due modelli.

Verificata la presenza di alcune similitudini fra i due sistemi, appare quindi necessario interrogarsi su quale possa essere il corretto modello di regolamentazione da applicare al *FinTech* anche alla luce degli insegnamenti che la crisi del sistema *shadow* ci ha tramandato⁶⁹.

Il tema, infatti, come già più volte sottolineato in questa sede, non è del tutto nuovo. La questione circa l’evoluzione del quadro normativo dovuta all’insorgere di innovazioni tecnologiche in ambito finanziario, si è già posta sul finire degli anni Ottanta, quando l’espansione dei fondi di mercato monetario aveva posto il legislatore davanti all’interrogativo se regolamentare, e in che misura, tale fenomeno.

Anche nel mondo del *FinTech*, infatti, si pone la necessità di trovare un punto di equilibrio fra deregolamentazione e regolamentazione.

Anche in questo campo, la ricerca di una piena coerenza tra obiettivi dichiarati e perseguiti non va trascurata, come mostrano bene le raccomandazioni sul punto emanate dal Gruppo ROFIEG⁷⁰.

Il principio di c.d. neutralità tecnologica della regolamentazione deve trovare effettiva attuazione in sede di disciplina com’è ribadito nella *Digital Finance Strategy* della Commissione Europea⁷¹. Lo sviluppo di una specifica legislazione volta a regolare, ad esempio, i fenomeni legati allo sviluppo delle tecnologie DLT e Blockchain – di

⁶⁹ J. JULAPA , J. KOSE, *Fintech: The impact on Consumers and Regulatory Responses*, in *Journal of Economics and Business*, 2018, 2.

⁷⁰ Cfr. *Expert Group on Regulatory Obstacles to Financial Innovation (ROFIEG), 30 Recommendations on Regulation, Innovation and Finance, Final Report to the European Commission*, 2019, reperibile al link https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/191113-report-expert-group-regulatory-obstacles-financial-innovation_en.pdf.

⁷¹ *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l’UE*, del 24 settembre 2020, reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020DC0591>

cui le recenti proposte di Regolamenti “MiCAR”⁷², “DORA”⁷³ e al recente Regolamento “DLT”⁷⁴ costituiscono l'esempio più significativo – mostrano al contempo la necessità di specializzazione che la tecnologia comporta.

La possibilità di ripensare i modelli normativi già presenti applicando, in sostanza, regolamenti già esistenti alle imprese *FinTech*, a seconda del tipo di servizio/attività che queste svolgono, potrebbe scongiurare dal giungere all'eccessiva cristallizzazione del mondo *FinTech*, che mal si coniuga con la natura di tale fenomeno ed al contempo prevedere un quadro regolamentare idoneo a prevenire il verificarsi di effetti sistemici di natura macroeconomica già riscontrati nel recente passato.

Seguendo tale approccio, la normativa dovrebbe quindi riguardare il servizio fornito, piuttosto che la natura del soggetto che lo fornisce, sulla base di un modello «*activity based*» già ampiamente esaminato con riferimento allo «*shadow banking system*»⁷⁵.

⁷² Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, del 24 settembre 2020, COM/2020/593 final, reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593>. Cfr. v. G. SIANI, *La regolamentazione delle nuove tecnologie basate sulla Distributed ledger technology – DLT, tra tutela del mercato e rischi di sistema*, 3 maggio 2022, 7, reperibile al link https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2022/SIANI_3_maggio_2022.pdf.

⁷³ Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014, del 24 settembre 2020, reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A52020PC0595>.

⁷⁴ Reg. (UE) 2022/858 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, del 30 maggio 2022, PE/88/2021/REV/2, reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022R0858>.

⁷⁵ Sul tema si v. G. FERRARINI, *Regulating FinTech: Crowdfunding and beyond*, in *European Economy – Banks, Regulation, and the Real Sector*, 2017, II, 121, che sostiene la necessità di un approccio normativo riferito a ogni singolo caso, applicando in sostanza i regolamenti esistenti alle imprese *FinTech*, a seconda del tipo di servizio che queste svolgono. La questione è ormai stata superata con l'adozione del Reg. (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 relativo ai

D'altronde, anche i recenti orientamenti forniti dalla Banca d'Italia hanno sul punto evidenziato come numerose attività ascrivibili al settore *FinTech* potranno essere offerti in tutto o in parte da intermediari vigilati (tra gli altri, banche, SIM, IMEL, SGR) nell'ambito delle autorizzazioni di cui già godono, previa notifica all'autorità nazionale di un programma di attività aggiornato e di indicazioni sull'adeguamento degli assetti di governo e controllo⁷⁶. Tale impostazione è peraltro quella che è stata seguita dal regolatore con riferimento alla fornitura dei servizi connessi alle cripto-attività. In tale ipotesi, è stato infatti previsto a un regime differenziato, c.d. doppio binario, in forza del quale gli *incumbent* saranno autorizzati "in via automatica" su base transfrontaliera.

Tuttavia, l'impostazione «*activity based*» e «*technologically neutral*», pur essendo ritenuta a livello europeo idonea a consentire che la normativa esistente sia sufficientemente flessibile da coprire agevolmente la maggior parte delle attività riconducibili al *FinTech*, non sempre è stata ritenuta adeguata a regolare in modo efficiente l'ampia compagine delle attività *FinTech*. Un esempio in tal senso, è l'adozione del regolamento sul *crowdfunding*⁷⁷. Il regolamento in

fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937, del 7 ottobre 2020, PE/37/2020/INIT, reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32020R1503>.

⁷⁶ Per gli intermediari già soggetti a regole prudenziali (come banche e IMEL) sono previste clausole di raccordo per evitare la sovrapposizione di requisiti e sono fatte salve le prerogative delle autorità prudenziali.

⁷⁷ Per una disamina diffusa sul *crowdfunding* si v. E. MACCHIAVELLO, *FinTech. Problematiche e spunti per una regolazione ottimale*, cit., 435 ss.; EAD. *La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di crowdfunding*, in www.dirittobancario.it, Approfondimenti, 2018, reperibile al link <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/la-proposta-della-commissione-europea-di-unregolamento-materia-di-crowdfunding>; EAD., *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 63 ss.; EAD., *La Proposta di regolamento europeo relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, in *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato tecnologico dei servizi finanziari*, M. T. PARACAMPO (a cura di), 1° Edizione, Torino, 2019, 163; EAD., *What to Expect When You Are Expecting a European Crowdfunding Regulation: The Current «Bermuda Triangle» and Future Scenarios for Marketplace Lending and Investing in Europe*, *Ebi Working Paper Series* n. 55, 2019, reperibile al link <https://ssrn.com/abstract=3493688>; EAD., *Marketplace Lending and Investing in Europe and the Ec Proposal for a Regulation*

oggetto introduce un regime armonizzato europeo, fornendo una nuova nozione di «servizi di *crowdfunding*» prestati nei confronti del pubblico, intendendo per tali la facilitazione dell'incontro tra investitori e titolari di progetti imprenditoriali tramite l'utilizzo di una piattaforma online, con il fine di agevolare: (a) la concessione di prestiti; e (b) l'offerta di valori mobiliari e strumenti analoghi.

La nozione di «servizio di *crowdfunding*» del regolamento include, pertanto, due diverse componenti: il *lending-based crowdfunding* (lettera a) e l'*investment-based crowdfunding* (lettera b).

Il legislatore europeo ha dunque deciso di trattare congiuntamente queste due diverse forme di *crowdfunding*.

Si tratta di una scelta innovativa rispetto al contesto normativo europeo e nazionale, dato che l'attività di intermediazione del credito è attualmente disciplinata da regole diverse rispetto all'intermediazione di strumenti finanziari, sia in tema di regime autorizzativo per i soggetti che prestano tali attività, sia in tema di tutele per i rispettivi clienti.

Inoltre, il regolamento non ha imposto, a fini autorizzativi, un oggetto sociale esclusivo: i fornitori di servizi di *crowdfunding* possono offrire attività anche diverse da quelle di cui al regolamento – con l'unico limite della conformità al pertinente diritto dell'Unione o nazionale applicabile; stabilendo, altresì che l'autorizzazione per la prestazione dei servizi di *crowdfunding* ai sensi del regolamento è compatibile con lo svolgimento di altre attività riservate; i soggetti già abilitati ai sensi delle direttive 2009/110/CE (EMD), 2013/36/UE (CRD), 2014/65/UE (MiFID II) o PSD II o del diritto nazionale applicabile ai servizi di *crowdfunding* prima dell'entrata in vigore del regolamento, in particolare, possono presentare istanza di autorizzazione a norma del regolamento.

on European Crowdfunding Service Providers for Businesses, in *Public Law and the Challenges of New Technologies and Digital Markets. Legal Aspects of FinTech*, E. BANI, E. RUTKOWSKA-TOMASZEWSKA, B. PACHUCA-SMULSKA (a cura di), Munich, 2020, II, 119; EAD., *Financial-return Crowdfunding and Regulatory Approaches in the Shadow Banking, FinTech and Collaborative Finance Era*, in *ECFR*, 2017, XIV, 667; G. FERRARINI, E. MACCHIAVELLO, *Investment-based Crowdfunding: Is MiFID II Enough?*, in *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, D. BUSCH, G. FERRARINI (a cura di), Oxford, 2017, 659 ss.; G. FERRARINI, *Regulating FinTech: Crowdfunding and beyond*, cit., 121 ss.

Tale riferimento sembrerebbe un chiaro richiamo ad una impostazione nettamente affine con il tanto criticato approccio «*entities based*».

Inoltre, la netta preferenza del regolatore per gli obblighi di condotta e di trasparenza in luogo dei requisiti prudenziali, seppur coerente con un approccio di tipo funzionale, sembrerebbe andare in senso opposto rispetto alle recenti osservazioni dell'EBA in tema di definizione dei soggetti del sistema bancario ombra.

Infine, la chiara esclusione⁷⁸ dei valori mobiliari o strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*, acquistati tramite la piattaforma di *crowdfunding*, dal regime di tutela offerto dai sistemi di indennizzo degli investitori⁷⁹ (e a maggior ragione dal sistema di garanzia dei depositi⁸⁰), seppur mitigata dalla previsione di una polizza assicurativa quale condizione per il rilascio dell'autorizzazione, potrebbe generare comunque arbitraggi regolamentari in termini di tutela dell'investitore⁸¹.

Tale previsione di esclusione è argomentata sulla base di due presupposti. Il primo fa riferimento al fatto che la direttiva 97/9/CE sui sistemi di indennizzo degli investitori riguarda i crediti derivanti dall'incapacità di un'impresa di investimento di rimborsare i fondi dovuti o appartenenti agli investitori e detenuti per loro conto in relazione a operazioni d'investimento, ovvero della sua incapacità di restituire agli investitori gli strumenti loro appartenenti, detenuti, amministrati o gestiti per loro conto in relazione a operazioni d'investimento. Il secondo considera che la custodia delle attività, connessa con i servizi di *crowdfunding* forniti da un'impresa di investimento, è anche autorizzata ai sensi della direttiva 2014/65/UE e,

⁷⁸ Cfr. Considerando 49.

⁷⁹ *Dir. (CE) 97/9 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 marzo 1997, relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori*, del 3 marzo 1997, reperibile al link <https://eurlex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997L0009&from=IT>.

⁸⁰ *Dir. (UE) 2014/49 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi*, del 16 aprile 2014, reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0049>.

⁸¹ Al riguardo preme ricordare come nella prima versione del Regolamento Consob sulla raccolta di capitali tramite portali *on-line*, adottato con la delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, risultava, in alternativa alla sottoscrizione di una polizza assicurativa da parte del gestore, l'adesione ad un ICS.

quindi, non comporta la prestazione di servizi di investimento ai sensi dell'art. 4, par. 1, p. 2, di tale direttiva – Questa impostazione non appare del tutto convincente in quanto parrebbe più che altro un “*escamotage*” normativo per porre rimedio ad un mancato adeguamento della direttiva sui sistemi di indennizzo degli investitori che, risalendo al lontano 1997, mal si coniuga con i nuovi modelli della finanza ⁸².

In considerazione delle argomentazioni esposte, appare quindi evidente che la linea tracciata dal regolatore europeo con riferimento al *FinTech*, seppur nata dalle ceneri della crisi dello «*shadow banking system*», sembrerebbe coniugare al suo interno due anime per certi aspetti contrapposte. Da un lato, essa mira a definire un quadro regolamentare europeo strutturato, armonizzato e neutrale dal punto di vista tecnologico, che sia in grado di accompagnare la diffusione di tecnologie preservando al contempo, la frammentazione delle regole che generano arbitraggi regolamentari. Dall'altro, l'impostazione europea adotta modelli regolamentari rigidi tali da disciplinare le singole peculiarità di natura tecnologica del servizio e/o attività offerto, al fine di ridurre al minimo i rischi in capo agli investitori.

6. *L'ipotesi di nuova era del sistema bancario ombra: brevi cenni sul c.d. «shadow banking system 2.0» e il ruolo della "finanza decentralizzata"*

Le questioni attinenti alle criticità connesse alla diffusione dei modelli *FinTech*, appena esaminate, non sono le uniche a creare perplessità rispetto agli schemi regolatori da applicare per scongiurare il verificarsi di nuovi fenomeni affini alla crisi dello «*shadow banking system*» ⁸³

⁸² Si ricorda che la direttiva 97/9/(CE) sui Sistemi di indennizzo degli investitori, cit. è stata oggetto di una proposta di modifica nel 2010, successivamente ritirata. La Proposta è reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52010PC0371>.

⁸³ Per una comparazione tra DeFi e *shadow banking system* v. M. HSU, *Cryptocurrencies, Decentralized Finance, and Key Lessons from the 2008 Financial Crisis*, 2021, reperibile al link <https://www.occ.gov/news-issuances/speeches/2021/pub-speech-2021-101.pdf>.

L'avvento della c.d. “finanza decentralizzata” (DeFi)⁸⁴ - di cui allo stato non è possibile fornire una nozione giuridica⁸⁵, ma piuttosto una ricognizione sistemica dell'insieme degli elementi che essa incorpora, tra cui si richiamano: i) la decentralizzazione; ii) la distribuzione di

⁸⁴ L'ideale alla base della DeFi è una visione tecno-utopica della finanza, dove vige il predominio di intermediari concentrati. La DeFi presenta una visione di un mondo in cui la tecnologia sostituisce gli esseri umani fragili e le loro istituzioni. Nel tempo, tale visione si è evoluta passando ad un'idea più semplice in cui la tecnologia può potenzialmente eliminare i rischi inerenti i sistemi concentrati centrali della finanza tradizionale. Per un approfondimento v. D. A. ZETZSCHE, D. W. ARNER, R. P. BUCKLEY, *Decentralized Finance (DeFi)*, in *Journal of Financial Regulation*, 2020, VI, 172.

⁸⁵ Nel tentativo di fornire una definizione uniforme di DeFi si richiama: F. SCHÄR, *Decentralized Finance: On Blockchain- and Smart Contract-based Financial Markets*, 2020, reperibile al link <https://ssrn.com/abstract=3571335> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3571335> che afferma «... generally refers to open financial infrastructures built upon public smart contract platforms, such as the Ethereum blockchain. ... In contrast to the traditional financial sector, DeFi does not rely on intermediaries and centralized institutions. Instead, it is based on open protocols and decentralized applications (DApps)». Sul tema si v. anche Y. CHEN, C. BELLAVITIS, *Decentralized Finance: Blockchain Technology and the Quest for an Open Financial System*, in *Stevens Institute of Technology School of Business Research Paper*, 2020; R. D. LEONHARD, *Decentralized Finance on the Ethereum Blockchain*, 2019, 3 reperibile al link <https://ssrn.com/abstract=3359732> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3359732>, il quale sostiene che «This essay proposes an alternative form of financial planning that circumvents dysfunctional governments and insolvent banks. This alternative is referenced in online parlance as “decentralized finance»; BitKom, *Decentralized Finance (DeFi)—A new Fintech Revolution? The Blockchain Trend explained*, 2020, reperibile al link https://www.bitkom.org/sites/default/files/2020-07/200729_whitepaper_decentralized-finance.pdf, che definisce la DeFi come «an ecosystem of financial applications that are built on top of a blockchain. Its common goal is to develop and operate in a decentralized way—without intermediaries such as banks, payment service providers or investment funds—all types of financial services on top of a transparent and trustless blockchain network» e EthHub, *Decentralized Finance*, che usa indistintamente “DeFi” o “Open Finance” riferendosi a «a number of decentralized protocols building open financial infrastructure. These protocols are valuable because they're creating the necessary plumbing to enable anyone in the world with an internet connection to access self-sovereign, censorship resistant financial services»; OECD, *Why Decentralised Finance (DeFi) Matters and the Policy Implications*, 2022, reperibile al link <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/Why-Decentralised-Finance-DeFi-Mattersand-the-Policy-Implications.pdf>.

ledger technology e *blockchain*; (iii) gli *smart contracts*; (iv) la disintermediazione; e (v) *l'open banking*; vi) le criptovalute - ha riaperto il dibattito odierno sui potenziali rischi connessi a tali modelli di finanza e sulle conseguenti forme di regolazione efficienti da applicare ai suddetti schemi finanziari ⁸⁶.

La creazione di nuovi servizi finanziari ascrivibili all'ecosistema della DeFi, pur sfuggendo dalla regolamentazione esistente, rischia di conservarne alcune delle criticità che hanno dato vita alla crisi finanziaria. In particolare, la creazione illimitata di *token* può introdurre fenomeni di leva nel sistema; inoltre, gli *smart contracts* sono caratterizzati da meccanismi contrattuali estremamente rigidi che richiamano alcune caratteristiche delle *mortgage-backed securitizations* duramente criticate dopo lo scoppio della crisi. Per quanto concerne poi gli *stablecoins*, non ci si può esimere dal mettere in luce la comunanza degli stessi al mercato monetario dei fondi comuni di investimento, richiamando le perplessità espresse rispetto alla corretta regolazione degli stessi, già nel 2008 e nuovamente nel 2020.

Le analogie emerse in termini di criticità tra servizi finanziari riconducibili all'ecosistema DeFi e modelli meno recenti, ha messo in rilievo come le questioni sottese al possibile insorgere di nuovi fenomeni di *shadow banking* siano le medesime che hanno caratterizzato il recente passato: l'aumento esponenziale della leva finanziaria dovuto alla creazione esponenziale di *token* dovrebbe infatti mettere in allarme le autorità di regolazione sul rischio contagio; ed ancora, l'automazione esasperata delle transazioni finanziarie (si pensi agli *smart contracts*) potrebbe generare rigidità e, a cascata, acuire le fragilità tipiche dell'intero ecosistema finanziario. Infine, non da ultimo, il fenomeno della c.d. corsa al ritiro dei depositi che, come nel recente passato ha caratterizzato il mercato dei *money market funds*, potrebbe oggi apparire come il punto nevralgico degli *stablecoins*.

⁸⁶ Sui potenziali rischi della DeFi si richiama il rapporto dell'*International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, *Decentralized Finance Report*, Marzo 2022, reperibile al link <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD699.pdf>, nel quale si sottolineano rischi molto simili a quelli individuati in altri modelli finanziari più tradizionali sia in termini di stabilità finanziaria e integrità del mercato che di tutela dell'investitori.

In aggiunta a tali fragilità, si sommano le questioni attinenti alla complessità dei servizi offerti in seno alla DeFi, sia in termini di difficoltà per gli investitori e i regolatori di comprendere i codici informatici sottesi al servizio offerto e le potenziali frodi in esso nascoste, anche ove venisse fornita una *disclosure* da parte degli operatori, sia per quanto concerne l'assenza di presidi in termini di *governance* societaria.

Quanto esposto rende chiaro, quindi, come l'ecosistema DeFi, potrebbe generare effetti che sono stati definiti di «*catastrophic spillover*»⁸⁷ per il resto del sistema finanziario⁸⁸.

Tali considerazioni hanno quindi portato a valutare l'ipotesi che la Finanza Decentralizzata stia portando verso una possibile nuova crisi finanziaria, per certi aspetti affine a quella del 2008 e che pertanto è stata identificata come «*shadow banking system 2.0*»⁸⁹.

L'eccessiva leva finanziaria, la rigidità dei modelli contrattuali, la complessità delle strutture tecnologiche sottostanti, l'opacità informativa nei confronti degli investitori, l'automazione esasperata delle transazioni finanziarie, oltre che il c.d. “rischio alla corsa”, ossia l'eventuale perdita di fiducia degli investitori nei confronti di tali prodotti finanziari, possono portare di riflesso ad un'improvvisa svendita di tali prodotti, con conseguente produzione di tutta una serie di effetti negativi nell'ecosistema DeFi.

Tali elementi sono stati ritenuti affini a quelli già ampiamente esaminati nel corso della crisi dello «*shadow banking system*» del 2008 (c.d. «*shadow banking system 1.0*») e dai quali il regolatore ha tratto profondi insegnamenti (si pensi al settore del *FinTech*), così da scongiurare che le medesime fragilità generino effetti a cascata sull'intero ecosistema finanziario⁹⁰.

⁸⁷ Cfr. H. J. ALLEN, *DeFi: Shadow Banking 2.0?*, cit., 11.

⁸⁸ Si ricorda, che analogamente al sistema *FinTech*, anche la DeFi non gode del ricorso alle Banche Centrali e della tutela degli investitori mediante accesso ai sistemi di garanzia.

⁸⁹ Tale locuzione è stata creata per la prima volta da H. J. ALLEN, *DeFi: Shadow Banking 2.0?*, cit., 11

⁹⁰ Nel dibattito giuridico statunitense sta emergendo un nuovo orientamento che non ritiene sufficiente il ruolo del regolatore svolto fin oggi in materia di DeFi. Lo stesso infatti si è limitato a regolare gli aspetti inerenti prevalentemente la protezione dei consumatori o quella degli investitori, senza tener conto degli aspetti prettamente

Fondamentale appare quindi il percorso che il regolatore intende seguire nel disciplinare tali servizi e che, a priori, determina la scelta tra autoregolamentazione degli stessi ovvero regolamentazione da parte delle autorità competenti ⁹¹. Se da un lato, un approccio “edonistico” alla DeFi, soggetto al fascino dello sviluppo tecnologico ed innovativo, può portare il regolatore ad adottare scelte politiche tali da ritenere l’innovazione quale bene supremo rispetto agli altri e pertanto, a far sì che tali servizi risultino non supportati da un idoneo apparato normativo, come già avvenuto per fattispecie analoghe prima del 2008 ⁹²; dall’altro lato, il richiamo al perseguimento di un approccio precauzionale per la DeFi, appare certamente una scelta più equilibrata, che tenga conto della tutela dei diversi interessi in gioco e che dimostri di aver tratto preziosi insegnamenti dalle ceneri del passato. Tale impostazione appare peraltro in linea con l’attuale piano di azione delineato in ambito europeo.

Recentemente l’EBA, l’ESMA e l’EIOPA, hanno pubblicato un documento congiunto con cui i consumatori sono invitati a ponderare bene l’elevata rischiosità dell’investire in crypto-attività ⁹³.

Sul piano regolamentare, molto è stato fatto, ma è comunque necessaria un’accelerazione sul fronte dell’entrata in vigore e del

macroprudenziali, che potrebbero generare un rischio sistemico, valutato da alcuni, potenzialmente di portata più ampia di quello verificatosi nel 2008.

⁹¹ S. ARAMONTE, W. HUANG, A.SCHRIMPF, *DeFi Risks and the Decentralization Illusion*, in *Bis Quarterly Review*, 2021, 29-30.

⁹² Si richiama al riguardo un noto passaggio di un membro del Congresso nel corso del dibattito sul *Commodity Futures Modernization Act* del 2000, nel quale si giustificò tale scelta sostenendo che «*derivative instruments...reflect the unique strength and innovation of American capital markets*» e pertanto «*U.S. markets and market professionals have been global leaders in derivatives technology and development*». Cfr. *Congressman Bliley, Report on the Commodity Futures Modernization Act of 2000*, 45-46.

⁹³ EBA, ESMA e EIOPA, *Le autorità di regolamentazione del settore finanziario dell’UE mettono in guardia i consumatori sui rischi delle crypto-attività*, 2022, reperibile al link [esa_2022_15_joint_esas_warning_on_crypto-assets_it.pdf](#). Il documento elenca quelli che sono i principali rischi legati ad investimenti in criptovalute: altissima volatilità, informazioni ingannevoli, assenza di protezione degli investitori, complessità dei prodotti, frodi, manipolazione del mercato, carenza di trasparenza dei prezzi e scarsa liquidità, oltre a rischi operativi e problemi di sicurezza.

relativo recepimento delle regole *in itinere*, volte a disciplinare i numerosi fenomeni della Finanza Decentralizzata.

L'adozione del *Digital Finance Strategy* da parte della Commissione Europea ha ricentrato l'obiettivo della regolazione di tali servizi, stabilendo che nel disciplinare i nuovi servizi finanziari deve essere perseguito il principio cardine della «*stessa attività, stesso rischio, stesse norme*»⁹⁴, così da salvaguardare la parità di condizioni tra gli istituti finanziari esistenti e i nuovi partecipanti al mercato. In tal senso anche la recente proposta di regolamento sui mercati delle crypto-attività (c.d. Regolamento MiCA – *Markets in Crypto-Assets*).

Il MiCAR, infatti, come già esaminato, fa parte di un pacchetto di misure perseguite in ambito europeo, volte a consentire l'ulteriore sfruttamento del potenziale della finanza digitale in termini di innovazione e concorrenza, attenuando nel contempo i rischi. Tale pacchetto di misure comprende anche una proposta per la resilienza operativa digitale, una proposta volta a chiarire o modificare determinate norme dell'UE in materia di servizi finanziari e la recente adozione del regime pilota sulle infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito (il c.d. DLT – *Distributed Ledger Technology*)⁹⁵. Alla base di tali provvedimenti quattro sono gli obiettivi fondanti: i) la certezza del diritto, scongiurando possibili frammentazioni del mercato e auspicando il raggiungimento di un buon livello di “*level play field*” tra gli operatori nei diversi Stati membri; ii) il sostegno all'innovazione e alla concorrenza leale, iii) lo sviluppo delle crypto-attività e un più ampio ricorso alla DLT; iv) il raggiungimento di idonei livelli di garanzia a tutela dei consumatori e degli investitori e di integrità del mercato.

Le basi giuridiche sono dunque state poste, adesso tocca ai regolatori continuare a perseguire con fermezza l'obiettivo di un'efficiente regolazione di tali nuovi servizi finanziari e di quelli che verranno, tenendo chiaro a mente, da un lato, la necessità di un approccio cauto nell'adozione delle politiche regolamentari di tali fenomeni che faccia tesoro delle esperienze che vengono dal passato; dall'altro, la ricerca di un corretto equilibrio fra l'incardinazione di alcuni nuovi servizi

⁹⁴ Cfr. nota 66.

⁹⁵ Per una disamina più approfondita dei suddetti riferimenti si richiama il paragrafo 5 del presente lavoro ed in particolare le note 75 e 76.

all'interno di fattispecie già disciplinate dall'ordinamento e l'adozione di iniziative speciali *ad hoc*⁹⁶, il tutto accomunato dal comune obiettivo di scongiurare l'ipotesi del verificarsi di una nuova era dello «*shadow banking sistem 2.0*».

⁹⁶ In entrambi i casi la necessità di una regolazione che operi in un'ottica funzionale e proporzionale e che interessi l'adozione di requisiti prudenziali analoghi; obblighi di trasparenza; requisiti di organizzazione interna minima, regole in materia di protezione dei dati e sicurezza informatica, conflitto di interessi, sistemi per reclami; quando gli intermediari detengano denaro o titoli dei clienti, misure di protezione del denaro attraverso separatezza e depositari; regole di *governance*, adozione di presidi a salvaguardia degli investitori, regole informative, e molto altro.