

WEBINAR
LA REGOLAMENTAZIONE DELLE ATTIVITÀ FINTECH: COSA ABBIAMO IMPARATO DAL
CASO WIRECARD?

(Centro di Ricerca Interdipartimentale sul Diritto Europeo della Banca e della Finanza,
Paolo Ferro-Luzzi, Grandangolo, Università Roma Tre, 16 Ottobre 2020)

(Claudia Giustolisi)

SOMMARIO: 1. Gli Obiettivi del Webinar – 2. Le relazioni introduttive – 3. Il dibattito.

1. Gli Obiettivi del Webinar

Il 16 Ottobre 2020 si è tenuto il Webinar “*La regolamentazione delle attività fintech: cosa abbiamo imparato dal caso Wirecard?*”, organizzato dal Centro di Ricerca Interdipartimentale sul Diritto Europeo della Banca e della Finanza, Paolo Ferro-Luzzi, Grandangolo, dell’Università Roma Tre, nell’ambito del “Ciclo di Seminari” che si svolgeranno nel periodo di Ottobre – Dicembre 2020.

Il Webinar è stato curato, presieduto e moderato dalla Professoressa Concetta Brescia Morra, Direttrice del Centro di Ricerca “Grandangolo” e Professore Ordinario di Diritto dell’Economia presso l’Università Roma Tre.

In apertura dell’evento la Professoressa Brescia Morra, dopo aver introdotto il caso Wirecard, oggetto di approfondimento del Webinar, spiega quali siano le ragioni che hanno spinto il Centro Ferro-Luzzi ad organizzare un Webinar su tale argomento; ricordando che, per quanto la crisi del Gruppo Wirecard si sia sviluppata in Asia, la stessa, pur originando da una frode contabile, ha avuto delle ripercussioni sugli investitori europei ed italiani, comportando, fortunatamente, solo per alcuni giorni, il blocco delle carte di pagamento.

Tale vicenda, spiega la Professoressa, se pur conclusasi positivamente con particolare riguardo alle vicende degli investitori, necessita tuttavia di un approfondimento, in particolare sul tema dell’idoneità dell’attuale disciplina dei sistemi di pagamento e sugli aspetti concernenti le eventuali lacune verificatesi nei meccanismi di vigilanza.

La Professoressa ricorda inoltre che l’elevata connotazione fintech del caso in esame e la lontananza geografica delle vicende che hanno coinvolto il Gruppo Wirecard e che verranno meglio approfondite nel corso del Seminario, hanno portato non solo gli studiosi ma anche le Autorità di settore ad interrogarsi sul tema e sui possibili sviluppi di tale settore.

Proprio per le ragioni esposte, la Professoressa spiega di aver fortemente voluto la presenza nel Webinar dei rappresentanti di Banca d’Italia e Consob al fine di poter comprendere il punto di vista delle Istituzioni sul caso in esame e, ringraziati tutti i Relatori presenti, dichiara aperti i lavori.

2. Le relazioni introduttive

Il primo Relatore che prende la parola è il **Dott. Sergio Sinisi**, Capo della Divisione IP e IMEL del Servizio Intermediari Finanziari della Vigilanza della Banca d’Italia.

Il Dott. Sinisi, in apertura del suo intervento, spiega che proprio in ragione del suo ruolo in Banca d’Italia, cercherà di fornire il punto di vista di chi è tenuto ad applicare le norme sulla vigilanza.

In secondo luogo, riprendendo il profilo, già anticipato dalla Professoressa Brescia Morra nella sua introduzione al caso, della collocazione geografica dell’origine della crisi del Gruppo Wirecard, il Dott. Sinisi sottolinea che la crisi, pur essendo stata lontana, ha comunque avuto degli effetti diretti in Italia, di breve periodo, che verranno analizzati nel dettaglio nel corso dell’intervento e che hanno portato la Banca d’Italia ad interrogarsi su cosa si può imparare da tale vicenda, per evitare che possa accadere di nuovo soprattutto nel nostro Paese.

Il Dott. Sinisi, a questo punto, chiarisce che la sua presentazione è articolata in tre parti.

Una prima parte nella quale è descritto il Gruppo Wirecard, l’attività svolta e l’assetto dei controlli, con un particolare focus sull’attività che il Gruppo svolgeva in Asia.

Una seconda parte in cui si racconta come si è dipanata la crisi, necessaria per comprendere gli effetti che si sono avuti anche in Italia.

Ed infine un'ultima parte in cui, dopo aver tirato le conclusioni, si analizzano i possibili interventi utili sulle norme e sugli assetti di vigilanza.

Iniziando dalla descrizione del Gruppo Wirecard, la storia del Gruppo è la storia di un ventennio di successo, di crescita delle dimensioni del gruppo attraverso una serie di acquisizioni in Asia.

A tal riguardo, dato particolarmente significativo è che la capo gruppo Wirecard AG, società tedesca, è entrata a far parte dal 2018 delle prime trenta società quotate sulla borsa tedesca.

Dall'analisi del bilancio 2018 si evince che il gruppo comprendeva ben più di 50 società di cui alcune qualificate come società tecnologiche, ve ne erano altre invece con licenza che svolgevano attività riservate. In particolare, nell'ambito dell'Unione Europea, Wirecard si articolava nella banca tedesca, Wirecard Bank AG, e nell'Imel britannico.

La cosa particolare che il Dott. Sinisi evidenzia nel corso della relazione è che la componente tecnologica del Gruppo fosse stata qualificata come prevalente rispetto a quella finanziaria e a quella riservata, ed in base a tali considerazioni, il gruppo, anche se aveva al suo interno una banca, è stato qualificato come gruppo prevalentemente tecnologico e non come gruppo da assoggettare ad una vigilanza prudenziale e consolidata. Il secondo aspetto che il Dott. Sinisi sottolinea, è che il gruppo operava in aree molto lontane, quali quelle asiatiche, e agiva attraverso soggetti locali che avevano delle licenze locali.

In questo modo, il Gruppo Wirecard aveva la possibilità di operare in posti molto lontani attraverso accordi di collaborazione con soggetti autorizzati localmente.

Per quanto concerne invece l'assetto dei controlli, il Dott. Sinisi chiarisce che nel caso Wirecard vi erano presenti diverse Autorità di controllo coinvolte.

La BaFin che aveva il doppio ruolo, da un lato di Autorità di riferimento per i controlli sulle società quotate sui mercati e dall'altro lato di Autorità di vigilanza prudenziale, vigilando quindi a livello individuale la banca tedesca.

Altra Autorità coinvolta era la FREP che insieme alla BaFin, vigilanza sui conti.

Inoltre, era presente la società di revisione che aveva una visione sul bilancio consolidato.

Ed infine c'era la FCA (*Financial Conduct Authority*) a cui competeva la vigilanza a livello individuale dell'Imel.

Sul piano dell'assetto di vigilanza, il Dott. Sinisi sottolinea quindi che dal punto di vista prudenziale, non era prevista una vigilanza consolidata sul Gruppo ma piuttosto una vigilanza individuale, pertanto ogni Autorità dal punto di vista prudenziale vedeva solo una parte del Gruppo e ciò certamente non ha favorito una visione d'insieme.

Per quanto concerne le attività svolte dal Gruppo Wirecard, il Dott. Sinisi spiega che Wirecard è un operatore che opera lungo tutta la filiera dei pagamenti, quindi dall'emissione delle carte, anche prepagate, al convenzionamento degli esercenti, con una serie di circuiti che agiscono un po' come cassa di compensazione.

Wirecard, presidiando il lato dell'emissione delle carte, si assumeva quindi tutti i rischi connessi, (quali ad esempio nel caso di carte di credito i rischi di credito) e comunque tutti i rischi connessi all'*onboarding* della clientela titolare delle carte.

Con riferimento all'attività di *acquiring*, il Dott. Sinisi dopo aver chiarito che si tratta del convenzionamento degli esercenti presso cui sono collocati i pos che sono gli strumenti atti all'acquisto di beni e servizi con le carte, spiega che l'*acquirer* è colui che convenziona i *merchant* e pertanto risponde della qualità del *merchant* e garantisce il c.d. *chargeback* e cioè garantisce il titolare della carte nell'ipotesi in cui per esempio il bene non venga consegnato.

Nello schema rappresentato dal Dott. Sinisi, le attività riservate sono quindi quelle che comportano rischi che a sua volta determinano gestione dei flussi di pagamento.

Le attività di processamento dei dati, le attività più tecnologiche, se non si accompagnano alla gestione dei flussi di pagamento e se non si accompagnano quindi alla gestione dei rischi a cui il Dott. Sinisi ha fatto cenno, non sono tecnicamente delle attività riservate.

Lo schema così rappresentato può apparire molto semplice, tuttavia come specificato dal Relatore, in realtà può essere molto complicato perché per esempio dal lato dell'*issuing*, nella distribuzione delle carte, intervengono vari soggetti che poi in un certo modo possono essere anche coinvolti negli episodi, come è successo nel caso di Wirecard, di interruzione dei servizi di queste carte di pagamento.

Così come, dal lato dell'*acquiring*, la catena che lega l'*acquirer* al *merchant* può essere molto lunga, perché in mezzo ci posso essere dei *sub-acquirer*, cioè dei vari soggetti che intervengono in questa catena, cosa che succedeva in Asia nel caso in esame.

Il Dott. Sinisi rappresenta inoltre che, dall'analisi del bilancio 2018, è emerso quanto fosse importante l'attività svolta dal gruppo in Asia, infatti la metà dei ricavi veniva dall'Europa ma la metà degli altri ricavi veniva dall'Asia e dal Pacifico.

Ed inoltre, il 70% dei ricavi veniva dall'attività meramente tecnologica di *risk management*, così qualificata, mentre solo il 30% veniva dalle attività riservate e quindi da parte dei soggetti che avevano una licenza (in particolare evidentemente la banca e l'Imel britannico).

A questo punto il Dott. Sinisi fa un focus su quella che era l'attività del Gruppo Wirecard in Asia, ed in particolare rappresenta come la catena di attività di *acquiring* svolta in Asia era molto molto lunga.

Questo perché tecnicamente il Gruppo Wirecard operava in Asia attraverso delle piattaforme tecnologiche avvalendosi di accordi di collaborazione con gli *acquirer* locali. In realtà le piattaforme di Wirecard venivano gestite da tre società tecnologiche a cui erano collegate tre piattaforme asiatiche, a cui a loro volta erano collegati altri *payment* e *acquiring companis* che a loro volta convenzionavano i *merchants*.

Altro aspetto di particolare interesse messo in rilievo dal Dott. Sinisi è che Wirecard garantiva il *chargebacks*, svolgendo quindi anche un'attività di processamento dati, quindi tecnologica, ma al tempo stesso associava a questa attività, un'attività di gestione del rischio e di garanzia del *chargeback* dei *merchant* in Asia.

Posto che l'attività veniva svolta in Asia, ciò significa che i ricavi che erano ottenuti dai *merchant* da questi *acquirer* locali, venivano in parte retrocessi a Wirecard e quest'ultima in parte li avrebbe dovuti segregare in conti presso delle banche filippine, gestite attraverso delle società fiduciarie, proprio per garantire il c.d. *chargeback*.

Ed è qui, come chiarito dal Dott. Sinisi, che nasce la crisi.

Infatti, pur essendovi stati numerosi avvisi dal mercato e anche dai giornalisti del Financial Times, i quali avevano segnalato in passato più volte la circostanza che queste attività svolte in alcuni paesi erano gonfiate se non addirittura inesistenti, la situazione precipitata solo nel giugno 2020, quando alla fine la società di revisione contabile finalmente accerta direttamente dalle banche filippine che i fondi che dovevano servire a garantire il *chargeback* delle attività svolte in Asia (circa 1,9 miliardi di euro), in realtà non erano presenti presso le suddette banche.

Ed è in questo contesto che, come spiega il Dott. Sinisi, dopo che Wirecard AG ha presentato istanza di insolvenza, l'Autorità inglese, la FCA, , per un periodo di quattro giorni, quindi dal 26 giugno fino al 30 giugno, ha provveduto a bloccare le carte emesse dall'Imel, bloccando così le carte che erano distribuite anche in Italia e in tutta Europa.

Il Dott. Sinisi cerca quindi di fornire una spiegazione all'interrogativo sul perché l'FCA abbia fatto ciò e chiarisce che, a suo avviso, la FCA voleva comprendere se i fondi che erano dietro alle carte emesse da Wirecard erano correttamente segregati nei conti di tutela come previsto dalla normativa. Una volta accertato ciò ha sbloccato nuovamente la funzionalità delle carte.

La conclusione a cui giunge il Dott. Sinisi dall'esame dei fatti è dunque che, se è pur vero che la crisi del Gruppo Wirecard è stata lontana, è altrettanto evidente che la stessa si è propagata anche in altri paesi dell'Europa, quale ad esempio l'Italia.

Il Dott. Sinisi inoltre chiarisce che attualmente la procedura d'insolvenza non coinvolge esclusivamente la capogruppo ma anche altre sei società tedesche, e che invece gli intermediari con licenza continuano ad operare.

Il Dott. Sinisi a questo punto della trattazione passa ad esaminare quali sono i soggetti coinvolti dalla crisi e spiega che certamente i primi ad avere subito danni sono stati gli azionisti in quanto il prezzo del titolo è precipitato.

In secondo luogo la crisi ha certamente colpito i finanziatori. A tal riguardo risulta costituito un Comitato di creditori che comprende allo stato circa 100 creditori.

Ed infine la clientela che si è vista bloccare la funzionalità di queste carte per alcuni giorni.

Ma ad avviso del Dott. Sinisi anche gli intermediari che si avvalevano dei servizi Wirecard sono stati immediatamente coinvolti dal blocco delle carte.

La crisi pertanto getta un'ombra e va a minare anche la fiducia del pubblico sulla capacità del sistema dei controlli di evitare situazioni del genere.

Giunto alle conclusioni, il Dott. Sinisi si sofferma su alcune considerazioni, partendo dall'assunto che alcune valutazioni che svolgerà non valgono solo per la vicenda Wirecard ma più in generale con riferimento alla sua esperienza di vigilanza sul settore.

La prima considerazione è che la tecnologia consente delle filiere molto lunghe, con la presenza di numerosi attori interconnessi ed è chiaro che questa circostanza, che a volte è anche di natura geografica, rende sempre più difficili i controlli.

L'altro aspetto è che nel settore dei servizi di pagamento vi è una continua proliferazione ed evoluzione degli schemi di questa filiera. Si sviluppano dei soggetti molto specializzati che spesso non sono vigilati perché coprono delle fasi che non sono soggette a vigilanza.

Pertanto, ad avviso del Dott. Sinisi, risulta molto complesso individuare dove si allocano i rischi e quali sono le attività riservate, e dunque cosa mettere nell'ambito del perimetro della vigilanza.

Questo è ciò che nello specifico è avvenuto nella vicenda Wirecard.

L'attività che il Gruppo svolgeva in Asia, secondo il Dott. Sinisi, non è chiaro se potesse essere qualificata semplicemente come tecnologica, visto che veniva garantito il *chargeback* dal lato *acquirer*.

Infine, nelle ultime due considerazioni finali, il Dott. Sinisi richiama delle citazioni della Vice Direttrice della Banca d'Italia, Dott.ssa Alessandra Perrazzelli, molto pertinenti con la vicenda Wirecard.

In questi discorsi, la Dott.ssa Perrazzelli ha ben messo in luce i possibili vantaggi della tecnologia, quindi del fintech, ma anche i rischi per gli operatori e per le Autorità.

Infatti, ricorda il Dott. Sinisi, tra gli operatori di questa filiera, molto spesso vi sono degli accordi di collaborazione che non sempre sono conosciuti dalle Autorità, in quanto solo quando vi è una pratica di esternalizzazione, questa viene comunicata preventivamente all'organo di vigilanza.

Quando invece questi accordi non hanno la configurazione dell'esternalizzazione, non sempre sono noti alle Autorità di vigilanza e molto spesso non è per niente facile per gli stessi operatori comprendere i rischi impliciti di questi accordi.

Questo è stato il caso della distribuzione delle carte Wirecard. Anche chi era mero distributore delle carte Wirecard, quando queste carte sono state bloccate si è trovato immediatamente coinvolto, anche se non era giuridicamente l'emittente di queste carte.

In conclusione, il Dott. Sinisi si augura che le Autorità cerchino di avere una visione d'insieme anche sugli aspetti sopra enunciati e al contempo si auspica che anche gli stessi intermediari comprendano in anticipo i rischi insiti in alcuni accordi che non sono configurati come esternalizzazioni.

A tal riguardo, il Relatore dichiara come sia importante che in Europa ci sia una certa automatizzazione delle prassi delle Autorità di vigilanza e un maggiore scambio, anzitutto di conoscenza ma soprattutto di uniformità del modo di fare la vigilanza.

La seconda relazione introduttiva sul caso Wirecard è svolta dal **Prof. Alberto Pozzolo, Professore Ordinario di Economia Politica presso l'Università Roma Tre**, che in apertura del suo intervento descrive l'articolato della sua presentazione, precisando che inizialmente affronterà il caso Wirecard partendo da quello che a suo avviso è stato uno dei problemi principali che lo stesso ha generato, ossia la tutela degli investitori.

In secondo luogo, l'intervento passerà in rassegna i possibili rischi per i consumatori legali al mercato dei pagamenti e alle attività di tale categoria di operatori che in tale mercato hanno assunto un ruolo cruciale.

Infine, tratterà alcune conclusioni più generali, che riguardano la regolamentazione delle imprese fintech.

Iniziando l'analisi dal primo punto, e cioè quello che riguarda la posizione degli investitori, il Prof. Pozzolo facendo riferimento alla documentazione messa a disposizione dal Financial Times, sottolinea ancora una volta che si è trattato di una frode contabile in quanto i bilanci erano falsi. Lo stesso evidenzia quindi delle forti similitudini con il caso Enron e con il caso Parmalat, sottolineando al contempo la portata internazionale delle frodi contabili riconducibili ai casi segnalati.

Ancora una volta, spiega il Professore, i fondi erano dichiarati esistenti presso intermediari in località del mondo lontane e ancora una volta le società di revisione non hanno verificato adeguatamente, per poi scoprire in conclusione che i fondi erano inesistenti.

Questo è certamente un dato di rilievo ad avviso del Relatore, posto che nel 2020 non appare particolarmente complesso per le Autorità di vigilanza coordinarsi al fine di effettuare una verifica incrociata, per verificare la veridicità dei dati del bilancio.

Date queste premesse, il Prof. Pozzolo spiega che rilevanza abbia sul caso il fatto che Wirecard sia stato un operatore fintech e lo fa sottolineando due aspetti cruciali.

Il primo è che ciò può aver influito sulla percezione dei finanziatori, in quanto Wirecard aveva una profittabilità elevatissima per un settore come quello in cui operava.

Il settore dei pagamenti, infatti, spiega il Professore, non è un settore nel quale i margini di profitto sono normalmente così elevati, nonostante questo, dal bilancio di Wirecard emerge che le loro attività vengono presentate in modo roboante, come un coacervo di innovazioni che passano dalla *machine learnig*,

all'*artificial intelligence*, allo sfruttamento di economie di scopo e di scala, in un modello di business che oggettivamente dal bilancio presentato appare fumoso ma che evidentemente Wirecard è riuscita a vendere agli investitori e anche ai finanziatori.

Per tali ragioni, ad avviso del Professore, di fronte ad innovazioni come quelle che caratterizzano il settore del fintech è necessario capire bene quale sia il modello di business e non lasciarsi aggirare da elementi che spesso non trovano riscontro nella sostanza dell'attività dell'impresa.

Il fatto poi che fosse una società fintech ha probabilmente influito anche sull'atteggiamento di alcune attività di supervisione da parte dell'Autorità tedesche.

A tal riguardo, il Relatore ricorda che, nell'aprile del 2019, BaFin ha denunciato i giornalisti del Financial Times che avevano ipotizzato le possibili frodi contabili nei conti di Wirecard; e che sempre BaFin, il 19 febbraio 2019, ha sospeso le vendite allo scoperto sui titoli di Wirecard, comportando la limitazione di tutte quell'azione che il mercato avrebbe potuto porre in essere per creare pressioni sulla società, al fine di renderla più trasparente sui propri conti.

Le ragioni che hanno spinto BaFin in tale direzione, sono da ricercare, secondo il Relatore, nella scelta di voler creare un campione fintech nazionale, in grado apparentemente di competere con le principali società fintech del mondo.

Scendendo più nel dettaglio, per quanto concerne nello specifico la tutela degli investitori, il Prof. Pozzolo evidenzia come vi siano una serie di lacune nel sistema di protezione degli stessi, che vanno ricercate in primo luogo nella scarsa incisività delle Autorità di controllo su queste società.

La FREP, infatti, che è un'Autorità molto piccola, che effettua controlli a campione sui bilanci delle società e soltanto quando ravvede dei problemi, li segnala eventualmente al Bafin, sicuramente non ha svolto il suo ruolo in modo adeguato. Probabilmente anche BaFin non lo ha fatto in maniera adeguata.

Andando a ricercare il ruolo delle diverse Autorità di tutela degli investitori nel mondo, il Prof. Pozzolo segnala che si tratta di un mondo molto molto eterogeneo, che va dalla SEC negli Stati Uniti, riconosciuto come Autorità molto aggressiva, a situazioni invece nelle quali le Autorità nazionali sono abbastanza deboli, e forse questo è il caso tedesco.

Il secondo elemento di rilievo rispetto alla protezione degli investitori è certamente, ad avviso del Relatore, la questione attinente al controllo dell'attività da parte della società di revisione. Ed in particolare, a tal riguardo, il Relatore ricorda che le stesse oltre ad essere pagate dalle stesse società che richiedono la revisione dei loro bilanci, versano in una situazione abbastanza analoga a quella delle società di rating, per le quali, dopo la crisi finanziaria del 2007/2008, si è addivenuti ad una normativa più aggressiva nella verifica delle loro attività, inasprimento auspicabile anche per le società di revisione.

Inoltre, sottolinea il Professore, vi è chiaramente un profilo di scarso coordinamento internazionale tra le Autorità di vigilanza, anche se è vero che le lacune sono apparse maggiori in Germania di quanto effettivamente si possa ravvisare in altri paesi.

Con particolare riferimento invece alla questione della tutela dei consumatori, il Prof. Pozzolo esamina quali siano i principali rischi nel mercato delle carte di pagamento, sottolineando come la situazione risulti estremamente simile a quella di quasi tutto il resto dei mercati finanziari.

Il Professore chiarisce quindi che esiste in primo luogo un rischio di liquidità dovuto all'incapacità di utilizzare prontamente i propri fondi. I titolari delle carte collocate in Italia da Sisal, emesse da Wirecard UK, avevano dei fondi su tali carte che non hanno potuto utilizzare per tre giorni, perché le carte erano bloccate. Questo però, spiega il Professore, è un rischio di liquidità in quanto nel momento in cui le carte sono state sbloccate questi fondi sono divenuti nuovamente accessibili, pertanto non c'è stata un'effettiva perdita da parte dei clienti, perché i fondi erano stati adeguatamente messi nelle riserve dedicate.

C'è poi però, come sempre nei mercati finanziari, anche un rischio di credito, cioè il rischio di perdere definitivamente i propri fondi.

Anche nel mercato delle carte di pagamento, illustra il Relatore, questo rischio di credito esiste.

Infine, esiste un terzo tipo di rischio ed è, ad avviso del Professore, un rischio che forse non fa parte della visione tradizionale dei rischi che sono presenti nei mercati finanziari ma che, dopo la grande crisi finanziaria 2007/2008, è emerso come assolutamente rilevante, ed è il rischio di stabilità finanziaria.

Cioè il fatto che la criticità che caratterizza un singolo operatore all'interno del sistema finanziario si diffonda a sua volta ad altri operatori e quindi colpisca l'intero sistema finanziario, creando di conseguenza problemi di liquidità e di solvibilità (vedi ad esempio il caso Lehman Brother).

Per quanto concerne il funzionamento dei flussi finanziari nel mercato delle carte di pagamento e l'emersione dei rischi descritti dal Relatore, il Professore illustra che quello finora esposto può essere riassunto nell'ipotesi di un commerciante che ha venduto un bene ad un'acquirente (consumatore).

Tipicamente succede quindi che l'acquirente ha una carta di pagamento, che è emessa da una banca *issuer* e non sempre la banca che ha emesso la carta di credito è la stessa banca dell'acquirente.

La banca *issuer* dà quindi i soldi all'*acquirer*. In Italia, ad esempio, il principale *acquirer* è Nexi.

L'*acquirer* è colui che sostanzialmente colloca il pos nel negozio ed è ovviamente anche il soggetto che, nel caso delle transazioni on line, si occupa di tutta quanta la parte di trasmissione dei fondi dall'*issuer*, che deve effettuare il pagamento per conto dell'acquirente al commerciante.

Delle volte, spiega il Professore, la figura dell'*acquirer* coincide con la banca del commerciante altre volte non è così e sarà Nexi che procederà ad accreditare i fondi sulla banca del commerciante.

Il Prof. Pozzolo, a questo punto, si sofferma su quali siano i rischi presenti sul meccanismo sopra esposto, sottolineando che lo schema delle carte di credito (Mastercard e Visa) in realtà ha un ruolo di organizzazione di queste attività, di verifica delle caratteristiche degli *issuer* e degli *acquirer*, di trasmissione delle informazioni per la verifica della disponibilità dei fondi, ma non gestisce direttamente la trasmissione dei fondi (questo non è vero per esempio per America Express che invece ha anche un ruolo direttamente di *issuer*).

I rischi sono dunque i seguenti.

Gli *issuer* hanno un rischio di credito rispetto al cliente. Se il cliente non ha soldi sul suo conto chiaramente l'*issuer* non può ricevere i soldi ma tuttavia li ha già pagati all'*acquirer* che li ha già versati al commerciante, l'acquirente ha avuto il bene e quindi a questo punto è l'*issuer* che si ritrova a non ottenere i fondi di questo pagamento.

In secondo luogo, può ovviamente un *issuer* generare un rischio di liquidità nei confronti dei clienti. Infatti, nel momento in cui si verificasse un mal funzionamento di un *issuer*, il cliente si troverebbe ad avere una carta che non funziona più e quindi riterrebbe di non avere uno strumento di pagamento che gli permette di effettuare dei pagamenti presso dei commercianti, utilizzando dei fondi che sono sul suo conto, ma a cui non può accedere.

Inoltre, l'*issuer* può generare un rischio di credito nei confronti dell'*acquirer*, perché se l'*issuer* fallisce non dà i soldi all'*acquirer* e l'*acquirer* tuttavia li ha già anticipati al commerciante.

Infine, se un *issuer* di grandi dimensioni si trovasse a fallire, intendendo per tale un *issuer* che ha relazioni con molti *acquirer*, si potrebbero generare anche problemi di stabilità finanziaria.

Per quanto concerne invece i rischi connessi all'*acquirer*, il Professore spiega che l'*acquirer* chiaramente subisce il rischio di credito da parte dell'*issuer*. Se l'*issuer* non lo paga questo si trova ad avere una perdita. Ha inoltre un rischio di credito rispetto al commerciante per le attività di *chargeback* spiegate nella relazione del Dott. Sergio Sinisi, in quanto, avendo anticipato i soldi al commerciante, se ad un certo punto l'acquirente rivuole indietro i soldi perché il trasferimento di beni non si è perfezionato ovvero per qualunque altro motivo, l'*acquirer* è tenuto a restituire i soldi all'acquirente ma tuttavia li ha già anticipati al commerciante che non è detto che glieli ridia indietro. Quindi sussiste anche un rischio di *chargeback*.

Ovviamente, espone il Relatore, un *acquirer* che non funziona più genera un rischio di liquidità ai commercianti, e rappresenta, a titolo di esempio, quello che si è verificato nel caso in esame con la Lidl in quanto clienti di Wirecard. In tale ipotesi infatti, qualora non avesse più funzionato l'attività di *acquirer* di Wirecard, Lidl non sarebbe più stata in grado di fornire dei servizi di pagamento con carta nei propri negozi. Passati in rassegna i possibili rischi che si possono verificare, il Prof. Pozzolo inquadra la vicenda del caso di Wirecard, illustrando che Wirecard era presente in tutte le operazioni sopra esposte (come *issuer*, come *acquirer* ed era presente come fornitore di servizi tecnologici).

Il fallimento di Wirecard avrebbe potuto quindi creare problemi di liquidità, nel suo ruolo di *issuer*, esattamente come abbiamo visto che è successo per le carte collocate in Italia, quelle per le quali l'*issuer* era Wirecard UK.

Poteva ovviamente creare problemi di liquidità, ed in parte di credito ai commercianti nel suo ruolo di *acquirer*.

Ed infine poteva creare problemi di liquidità e di stabilità finanziaria come fornitore di servizi tecnologici.

Per fortuna, spiega il Professore, nel caso concreto nessuno di questi rischi si è veramente materializzato sui clienti, posto che si è esclusivamente verificata una sospensione delle carte per tre giorni.

La cosa assolutamente cruciale ed è uno dei motivi del perché gli effetti sui clienti sono stati limitati, ad avviso del Relatore, è che l'attività di un istituto di moneta elettronica, e dunque l'attività che prevede che qualcuno metta dei fondi in un intermediario finanziario che non è una banca vigilata, richiede assolutamente che quei fondi vengano segregati su conti e mantenuti in attività estremamente certe e liquide.

Se ciò non avvenisse sarebbe particolarmente grave, tuttavia chiarisce il Relatore che questo non è ciò che è avvenuto nel caso in esame posto che i fondi che non erano presenti non erano quelli della clientela ma quelli che erano stati messi a garanzia del *chargeback*.

Il Professore spiega quindi che la Wirecard ha architettato la truffa in modo tale da non coinvolgere le attività che svolgeva soggette a vigilanza, ma soltanto quelle attività che restavano fuori dal perimetro della vigilanza.

In conclusione, il Prof. Pozzolo si sofferma su cosa abbiamo imparato dal caso Wirecard, sottolineando come sia di rilievo principale l'analisi del modello di business.

Il caso esaminato ha anche fatto emergere la difficoltà di regolamentare e vigilare le imprese fintech, proprio perché molto spesso non è facile definire il perimetro delle attività che queste società svolgono e distinguere le attività finanziarie da quelle tecnologiche.

A tal riguardo, il Relatore ricorda che nel mese di settembre u.s., la Commissione ha presentato al Parlamento una proposta di regolamento avente ad oggetto il livello di vigilanza e sorveglianza alle quali sono soggette le società finanziarie che esternalizzano una parte delle loro attività tecnologiche.

La proposta, spiega il Professore, va nella direzione che ci interessa a tal punto che, se il regolamento fosse stato operativo, BaFin avrebbe potuto intervenire in qualità di Autorità di vigilanza della banca tedesca controllata da Wirecard, e avrebbe potuto fare un'ispezione fisica presso le società tecnologiche del Gruppo Wirecard ed eventualmente presso la capogruppo.

Ciò avrebbe determinato un potere di vigilanza molto più incisivo che probabilmente avrebbe permesso di svelare quello che era nascosto nei bilanci di Wirecard.

In conclusione, afferma quindi il Prof. Pozzolo, sono sette i principi fondamentali che si possono sintetizzare dall'esperienza Wirecard.

La prima cosa importante è che quando consideriamo la regolamentazione, la vigilanza e la supervisione delle imprese fintech è cruciale analizzare e comprendere quale sia il modello di business di queste imprese per capire dove sono generati i rischi per i clienti e per la stabilità del sistema finanziario. Infatti, se non si comprende bene il modello di business non si capisce dove possano emergere le criticità che poi si tramutano in perdite per gli investitori, per la clientela e nel caso di una crisi sistemica anche per la clientela di altri intermediari finanziari che magari non avevano un coinvolgimento diretto con la società interessata.

Per fare ciò è dunque importante conoscere e vigilare la tecnologia che viene utilizzata dalle imprese fintech. Il tema è certamente più ampio rispetto a quello che abbiamo affrontato nel corso del Webinar, ma i modelli di intelligenza artificiale e di *machine learning* vanno compresi perché portando ad una serie di decisioni che implicano una certa valutazione dei rischi.

Ovviamente bisogna assolutamente evitare, continua il Professore, che possano sorgere possibilità di arbitraggio regolamentare, assicurando che entità che svolgano le stesse attività siano soggette alle medesime regole. Ciò vuol dire che la banca che non decentra la sua attività e che in ragione di ciò è soggetta alla pervasiva regolamentazione alla quale sono soggette le banche, non deve essere in svantaggio rispetto ad una società come Wirecard che appunto esternalizza tutta la parte di attività tecnologicamente rischiose in luoghi che non sono facilmente individuabili. Per fare ciò è quindi importante che la vigilanza sulle attività sia combinata con la vigilanza sulle entità che effettivamente svolgono le loro attività nell'ambito fintech, altrimenti si rischia di compartimentalizzare la regolamentazione, cioè di esercitare la vigilanza soltanto su alcune entità e non su altre e perdere di vista il quadro d'insieme.

La tecnologia, sempre secondo il Relatore, può però anche servire per la regolamentazione. Bisogna quindi utilizzare la tecnologia per le attività di regolamentazione (Regtech) e vigilanza (Suptech).

Inoltre, sottolinea il Prof. Pozzolo, occorre sicuramente accrescere il coordinamento internazionale tra le Autorità responsabili della protezione degli investitori, ma ovviamente anche tra le Autorità che vigilano sugli intermediari finanziari.

Infine, il Professore spiega che a suo avviso non è opportuno creare una nuova Autorità espressamente dedicata alla regolamentazione e supervisione delle attività fintech. Ricorda che sul tema è in corso un acceso dibattito, ma in base alla sua esperienza sarebbe un errore istituire una nuova Autorità in quanto creerebbe una sovrapposizione rispetto ad attività che sono già attribuite alle Autorità esistenti, alle quali invece sarebbe opportuno dare una maggiore ampiezza di poteri per poter svolgere meglio il proprio ruolo anche nei confronti delle società fintech.

3. Il dibattito.

Concluse le relazioni introduttive grazie alle quali, spiega la Professoressa Brescia Morra, è stata fornita una ricostruzione dettagliata degli eventi che hanno caratterizzato il caso Wirecard e un'ampia panoramica sui possibili rischi e criticità in cui sono incorsi gli investitori e i consumatori, senza dimenticare un approfondimento sul ruolo delle Autorità di vigilanza, il Webinar procede con l'apertura del dibattito.

Il primo intervento è quello della **Dott.ssa Silvana Anchino**, Responsabile dell'Ufficio Vigilanza Informazione Emittenti, coordinato nell'ambito della Divisione Informazione Emittenti della Consob, la quale spiega che la finalità della sua presentazione è quella di fornire un'analisi sui poteri di vigilanza attribuiti alle Autorità di controllo nell'ambito dei servizi di pagamento, cercando di confrontare il modello tedesco con quello italiano, senza entrare nel dettaglio del caso in esame per il quale sono attualmente ancora in corso le verifiche istruttorie sull'operato delle autorità e della società.

In apertura del suo intervento, la Dott.ssa Anchino ricorda che, contemporaneamente alla richiesta di ammissione alla procedura di insolvenza da parte di Wirecard, la Commissione Europea ha inviato all'ESMA una richiesta di verificare se, a fronte delle evidenze emerse, la risposta dell'Autorità di vigilanza incaricata di verificare la correttezza dei conti della società quotata fosse stata adeguata; e se nell'ordinamento tedesco vi fossero degli ostacoli di natura amministrativa o di natura legale all'efficacia della vigilanza stessa, assegnando peraltro un tempo molto breve all'ESMA per fornire una risposta.

Intorno a metà luglio, l'ESMA ha fornito un primo riscontro, pubblicando il documento relativo alle verifiche *on site* svolte nel 2017 sull'applicazione delle *Esma Guidelines on Financial Information* nell'ordinamento tedesco e soprattutto avviando una *Fast Track Peer Review*, svolta da colleghi di altre Autorità nazionali e da colleghi dello staff dell'ESMA, specifica sul caso Wirecard.

La Dott.ssa Anchino chiarisce inoltre, che al fine di comprendere la *Fast Track Peer Review* e quali sono le ragioni e i contenuti di questa iniziativa, è opportuno soffermarsi sul sistema dell'*enforcement* sull'informativa finanziaria.

L'ESMA, spiega la Relatrice, ha il compito di coordinare le Autorità nazionali che sono e restano quelle competenti per l'attività di vigilanza sulle informazioni contabili.

Il coordinamento dell'ESMA si articola in diversi gruppi di lavoro alcuni più di natura normativa (ad es. *Project Group*, *ESEF Group*) altri più operativi. Vi sono inoltre le c.d. *Guidelines on Enforcement on Financial Information*, pubblicate nel 2014, che costituiscono il punto di riferimento delle attività.

Si può quindi rilevare un percorso tracciato, caratterizzato da una interlocuzione continua.

Il cuore di tale sistema ed è il EECS dove vengono condivisi i casi che le Autorità di vigilanza affrontano, vengono definite le priorità di vigilanza annuali, vengono scelti i temi contabili che assumono particolare rilievo per esaminare l'informativa finanziaria di un determinato anno.

Più di recente è stato istituito il *Narrative Information Working Group* che si occupa principalmente delle dichiarazioni non finanziarie. È stata istituita anche una *Task Force* sulle *Financial Institution* (per trattare i temi applicativi dell'IFRS 9 per il mondo bancario).

Il *Corporate Reporting Standing Committee* è il gruppo che coordina tutte queste attività.

Il CRSC svolge incontri con il *Consulting Working Group*, composto da professionisti esterni alle Autorità, con il fine di ricevere input anche da soggetti che operano, con ruoli diversi, sul mercato.

Soffermando l'attenzione sulle *Guidelines*, la Dott.ssa Anchino ricorda che le stesse sono particolarmente rilevanti in quanto costituiscono il punto di arrivo di un processo che è iniziato nel 2003, quando non c'era ancora l'ESMA, e hanno trovato origine in un'esigenza di coordinamento per certi aspetti molto simile a quella che oggi caratterizza il mondo del fintech. A quel tempo si sentiva infatti il bisogno di stabilire, sulla base di quelle che erano le esperienze fatte dalle singole Autorità nazionali, quali dovessero essere i criteri per svolgere il compito della vigilanza sulle informazioni contabili.

Le *Guidelines* dettano quindi dei criteri di adeguatezza delle risorse destinate all'attività di vigilanza, stabiliscono che l'attività di vigilanza viene fatta su base campionaria (è un dato di fatto, tenuto conto dei vincoli di risorse), stabiliscono la tipologia di esame da svolgere (se un approfondimento *focused*, quindi su un particolare tema, oppure *full, front to back* del bilancio), individuano quali azioni possono essere adottate dalle Autorità nel caso di *infringement*, dettano un obbligo di presentazione dei casi all'ESMA, ai gruppi di lavoro, che provvede anche alla pubblicazione di alcuni estratti delle decisioni prese.

Questa organizzazione ha il fine di portare ad un'applicazione coordinata dei principi contabili, quindi a rafforzare da un lato la comparabilità delle informazioni finanziarie e dall'altro a dettare delle regole per l'attività di vigilanza che comunque è finalizzata a far sì che sul mercato arrivino delle informazioni corrette.

La Dott.ssa Anchino ricorda ancora che, nel 2017, l'ESMA ha avviato una *Peer Review*, al fine di verificare se le Autorità nazionali fossero *compliant* con le *Guidelines*, precisando altresì che le stesse non sono di per sé obbligatorie per le Autorità, ma qualora queste decidano di non essere *compliant*, forniscono la motivazione.

Conclusa quest'ampia panoramica dell'*enforcement* sull'informativa finanziaria, la Dott.ssa Anchino si sofferma sull'analisi della modalità operativa con cui le Autorità svolgono l'attività di vigilanza.

La Dottoressa chiarisce sin da subito che l'attività in esame non consiste in una *check-list* sull'applicazione dei principi contabili al bilancio in esame. Tale soluzione sarebbe a suo avviso molto agevole ma non esaustiva.

La Dottoressa Anchino precisa quindi che, come già anticipato in precedenza dal Prof. Pozzolo, occorre capire il *business model* della società in esame.

Il campione delle società da esaminare è fatto annualmente da Consob, come dalle altre Autorità, e generalmente l'analisi riguarda il bilancio annuale e di conseguenza anche la semestrale successiva, ma l'aspetto principale da comprendere è quale sia l'attività che la società svolge, in che situazione economica, patrimoniale e finanziaria si trovi, e questo viene fatto non soltanto esaminando il bilancio ma anche analizzando tutte le informazioni disponibili e utili (ad es. studi degli analisti, articoli di giornale, convocazioni dell'emittente o del revisore per gli aspetti che non sono chiari, fonti interne come esposti o attività svolta da altri uffici).

Si tratta quindi di un set di informazioni non banale che deve cercare di far capire all'Autorità se la situazione economico, patrimoniale e finanziaria che la società ha raccontato al mercato è coerente con le informazioni acquisite.

A volte, spiega ancora la Dott.ssa Anchino, si può trattare di una specifica operazione e della relativa contabilizzazione; altre volte, ad esempio, sono oggetto di esame i presupposti degli *impairment test* che possono far supporre l'esistenza di criticità sull'informazione data dalla società al mercato.

La Dott.ssa Anchino spiega quindi operativamente come si svolge in Consob la selezione di cui all'art. 89-*quater* del Regolamento Emittenti.

Viene pubblicata ogni anno una delibera e vanno valorizzati sia i dati economico-finanziari sia i dati di mercato. Sicuramente è molto importante capire l'andamento del titolo e quale sia il "*sentiment*" degli analisti verso la società in esame.

Vengono inoltre valorizzati gli esposti e le eventuali segnalazioni da parte di altre Autorità.

La Dottoressa precisa tuttavia che non è detto che ciò che è stato selezionato esaurisca ciò che effettivamente Consob esaminerà in corso d'anno. Infatti, non si può escludere che occorra integrare il campione delle società selezionate o, ad esempio, a causa di un'operazione straordinaria ovvero perché si riceve un esposto non trascurabile.

Passando ad esaminare l'ordinamento tedesco sul tema in esame, la Dottoressa Anchino chiarisce che lo stesso si articola su due livelli.

Il FREP è l'Autorità designata a fare controlli strettamente di tipo contabile. Si tratta di un'Autorità gestita privatamente, formata da persone che hanno un contratto a termine di quattro anni, che manca di poteri legali per svolgere le proprie attività e pertanto si affida alla cooperazione delle società che esamina. Nel caso in cui una società venga selezionata e si rifiuti di collaborare con il FREP, questo si vedrà costretto ad interessare BaFin.

La BaFin è invece l'Autorità che ha la responsabilità finale ai fini della Direttiva *Transparency* e quindi effettua verifiche quando l'emittente non è collaborativo con il FREP o quando sorgono dubbi sull'accuratezza del risultato svolto dal FREP. Solo BaFin può prendere una decisione sui provvedimenti da assumere.

L'ordinamento italiano è diverso, spiega la Relatrice.

L'Autorità di vigilanza in Italia è unica ed è la Consob che ha il potere di chiedere informazioni alla società, alla società di revisione e al collegio sindacale. Può anche svolgere ispezioni verso questi soggetti.

Può chiedere all'emittente, con una richiesta ex art. 114, comma 5, del TUF, di rendere pubblici gli elementi necessari per completare l'informazione del mercato.

Può inoltre proporre l'azione di impugnativa al Tribunale, ai sensi del 157, comma 2 del TUF e può esercitare il potere di cui all'art. 154-*ter*, comma 7, del TUF, ossia può pervenire ad una delibera di constatazione di errore nell'informativa finanziaria e richiedere all'emittente la pubblicazione di un'informativa che in un certo senso sostituisca quella errata o comunque dia al mercato contezza di quella che è l'informazione secondo la Consob più corretta.

Tali poteri sono in linea con gli orientamenti dell'ESMA e sono coerenti con la *Guideline* n. 7. La Relatrice sottolinea tale constatazione in quanto in Germania la situazione è difforme.

La Germania infatti, contrariamente all'Italia, non si è dichiarata conforme alle *Guidelines* dell'ESMA. Ed in particolare per due circostanze, spiega la Dottoressa Anchino.

In primo luogo, non ha ritenuto di avere direttamente il potere di richiedere la riapprovazione del bilancio o la pubblicazione di una *Corrective Note*, quindi di dati numerici che sostituiscano o comunque siano oggetto di pubblicazione ulteriormente rispetto a quelli del bilancio.

In secondo luogo, ha opposto un tema di riservatezza nei confronti delle previsioni dell'ESMA che richiedono in ultima analisi una pubblicazione delle decisioni, tramite estratto del database del gruppo di lavoro del EECS.

A metà dello scorso luglio, l'ESMA, come immediata risposta alla Commissione Europea, ha pubblicato il Report specifico della Germania che raccoglie quello che è stato l'esito della *Peer Review* del 2017.

In tale rapporto, riporta la Dottoressa, era emerso che, pur essendo il FREP formato da professionisti di grande esperienza ma con contratti di breve termine, la successione tra un contratto e l'altro poteva probabilmente incidere sulla tempistica di esecuzione delle analisi. L'ESMA quindi in tale sede aveva evidenziato che nel passaggio di consegne sussistevano aspetti da migliorare.

Inoltre il *Report* evidenziava che era necessario ai fini della valutazione del rischio emittente da parte del FREP, rafforzare l'interazione con BaFin, anche per quanto riguardava il monitoraggio degli abusi di mercato da parte di BaFin e lo scambio di informazioni relativo agli esami effettuati nel contesto delle ispezioni prudenziali. Ciò al fine di un migliore processo di selezione degli emittenti da analizzare.

La Dott.ssa Anchino sottolinea quindi come l'esito della *Peer Review* del 2017 faccia molto riflettere e sia quasi premonitore dei fatti che si sarebbero verificati successivamente.

La Dottoressa chiarisce inoltre di non avere riscontro in merito alle possibili implementazioni fatte da BaFin e da FREP ad esito della *Peer Review* e precisa che ciò è oggetto della *Fast Track Peer Review* i cui esiti non sono ancora definiti.

Il FREP, precisa ancora la Relatrice, almeno fino al 2017, ha interpretato il proprio ruolo limitandolo molto al controllo contabile del bilancio e comunque l'ESMA sollevava una preoccupazione anche in merito all'approccio legalistico di BaFin, richiedendo quindi analisi più incentrate sul principio della prevalenza della sostanza sulla forma.

Interrogandosi a questo punto su cosa ci abbia insegnato il caso Wirecard, la Dottoressa Anchino ricorda che la *Fast Track Peer Review* è ancora in corso di finalizzazione e l'esame di BaFin delle rendicontazioni contabili di Wirecard è ancora in corso di svolgimento.

Tuttavia un primo segnale è già visibile in quanto BaFin ha avocato a sé l'esame dei bilanci 2018 e della semestrale 2019 di Wirecard, non essendo sostanzialmente la società nelle condizioni di potersi rapportare con il FREP.

A tal riguardo, il 4 Agosto 2020, BaFin ha dato *disclosure* di questo passaggio e questa è stata la prima volta che BaFin ha reso noto di aver lanciato un esame sui bilanci di un emittente.

Questo fa riflettere molto, ad avviso della Relatrice, in quanto certamente sussistono dei profili di confidenzialità e di attenzione nel non voler rendere noti gli approfondimenti su un emittente, soprattutto quando non si è certi della presenza di un errore, tuttavia vi sono alcuni aspetti che, a prescindere dalla correttezza contabile, possono essere evidenziati al mercato.

Certamente il ruolo di scoprire la frode spetta alla magistratura, ma le Autorità con i loro poteri di vigilanza possono avere un fumus e procedere con le segnalazioni del caso.

A prescindere dal caso Wirecard, conclude quindi la Dottoressa Anchino, sicuramente è importante non solo concentrarsi sulla correttezza del documento contabile, ma comprendere il contesto dell'emittente e sempre tenere conto delle informazioni disponibili per gli investitori.

Il dibattito prosegue con l'intervento della **Professoressa Paola Lucantoni**, Professore Associato di Diritto dell'Economia presso l'Università degli Studi di Roma "Tor Vergata" sul tema dello *Short Selling Bans* che è stato esercitato sui titoli di Wirecard, il 19 febbraio 2019, quando gli stessi hanno subito un'oscillazione pari al 40 % delle quotazioni di borsa.

In particolare, precisa la Professoressa Lucantoni, l'obiettivo del suo intervento è quello di svolgere un raffronto tra tale evento e lo *Short Selling Bans* esercitato da Consob e altre Autorità europee, il 16 marzo 2020, durante la pandemia, quando si è avuto un crollo dei titoli quotati sul mercato azionario italiano pari al 36 %.

La Professoressa apre quindi il suo intervento utilizzando la metafora della luce e del prisma triangolare e la utilizza al fine di chiarire che la Professoressa Brescia Morra, durante lo svolgimento del Webinar, è riuscita ad effettuare la dispersione del caso Wirecard nello spettro dell'ordinamento giuridico del mercato regolato. Cioè, così come il prisma triangolare fa passare il fascio di luce bianca e permette di apprezzare separando i vari colori della luce bianca, così all'interno del Webinar si è riuscito a far passare il caso Wirecard permettendo ai Relatori di focalizzarsi ognuno su un aspetto.

L'aspetto che lei tratterà è dunque quello dello *Short Selling*, e volendo utilizzare l'espressione di Edward Rock della New York University, si può sostenere che la *Security Regulation* è un po' come una "lobster trap", ossia una nassa per aragoste, che permette comunque, con il reticolo di normativa che viene offerto dal mercato regolato, di dare una cornice giuridica al fenomeno sostanziale.

L'obiettivo dell'intervento, prosegue la Professoressa, è dunque quello di utilizzare il canone metodologico ascaneliano e tentare quel ponte connettivo tra connotati tipologici della realtà e regole iuris.

Come già anticipato, ricorda la Relatrice, la Wirecard è stata ammessa al mercato Daks il 24 settembre 2018 e presentava al febbraio 2019 una capitalizzazione pari a 12,6 billion euros.

La Professoressa si interroga quindi su quale sia il connotato tipologico della realtà oggetto della regola iuris. A suo avviso, la complessità del c.d. *Private Discovery Mechanism*, permette che la valutazione di queste azioni che sono beni di secondo grado possano poi avere una quotazione di mercato che rappresenti un valore affidabile per l'investitore.

Il tema quindi dell'informazione e dell'asimmetria informativa della quantificazione del valore fondamentale di un bene oggetto di mercato è al centro di vari interessi.

A tal riguardo, la Professoressa Lucantoni ricorda che quest'anno il Nobel per l'economia è andato a Milgrom e Wilson, peraltro Allievo e Maestro, per la c.d. Teoria delle aste, nella quale è emerso il tema importante della c.d. maledizione del vincitore che a causa della mancanza d'informazione sul valore effettivo del bene oggetto dell'asta rischia di sopravvalutare il bene e quindi offre un prezzo minore che sconti questa sopravvalutazione.

Ora di fronte a questa tipologia della realtà molto complessa come risponde il legislatore, quali sono le regole iuris, si chiede la Relatrice.

Utilizzando l'espressione diritto privato regolatorio, cara ai Professori Gentili e Perrone e ad altri, si potrebbe affermare che la funzione del diritto privato regolatorio è quella di garantire un meccanismo di formazione del prezzo di mercato che esprima correttamente il valore fondamentale inteso come attualizzazione al momento della scelta delle utilità attese dall'investimento.

Tutto il diritto dei mercati finanziari ha come obiettivo quello della formazione di un prezzo efficiente.

Il tema è certamente molto complesso, precisa la Professoressa, ma è noto che sono gli investitori istituzionali che guidano la formazione del prezzo secondo due approcci.

Da un lato il c.d. *Positive activism*, l'investitore che vede che c'è una possibilità che questo valore fondamentale dell'emittente è più alto rispetto al prezzo di mercato, quindi investendo sul mercato contribuisce a far allineare il valore fondamentale e il prezzo di mercato.

Ma di fatto, come si è visto con Wirecard, dopo le notizie del Financial Times, molto forte è stato il c.d. *Negative activism*, ossia quell'attività per cui nell'ipotesi in cui il prezzo di mercato venga sopravvalutato l'attività degli *short server*, che quindi vendono qualcosa che non hanno di proprietà ma forse ne hanno in disponibilità, nel tempo di regolazione della posizione, contribuisce a far scendere il prezzo.

Quindi si può definire come un'attività meritoria quello dello *short sever*, chiarisce la Relatrice, in quanto garantisce quell'allineamento al ribasso del valore di mercato rispetto al valore fondamentale.

I rumors, le notizie sul CO e sull'attività della società di revisione erano nel mercato evidenti e allora qual è la prospettiva regolatoria, si chiede ancora la Professoressa Lucantoni.

Sulla prospettiva regolatoria europea sotto la quale Wirecard si muoveva, ha impattato notevolmente il Regolamento *Short Selling* del 2012, n. 236, che ha previsto come strumenti del diritto privato regolatorio da un lato il pilastro della trasparenza quindi il "disclosure" sulle posizioni nette assunte; dall'altro è presente un approccio "paternalistico" del legislatore che impone non solo il divieto di *naked short selling*, ma soprattutto, nei casi in cui l'attività di vendita allo scoperto in realtà distorce quella che è la formazione del prezzo di mercato, sancisce un potere di intervento dell'Autorità di vigilanza nazionale in circostanze eccezionali.

Il legislatore infatti, spiega la Relatrice, ha subordinato il potere d'intervento sopra esposto a due condizioni: 1) che i fatti costituiscano una grave minaccia alla stabilità finanziaria e 2) che la misura non abbia un effetto negativo sull'efficienza dei mercati e non risulti sproporzionata rispetto ai benefici.

Questo bazuca (come definito da Carmine Di Noia ricorda la Professoressa Lucantoni) ha un grande impatto, in ragione di quanto esposto, poiché può essere utilizzato solo in caso di grave minaccia al sistema finanziario e non deve essere sproporzionato rispetto ai benefici.

Posto che, ad avviso della Relatrice, la prospettiva con cui dobbiamo esaminare un provvedimento legislativo non è mai neutra, è necessario ricordare l'insegnamento del Prof. Mario Barcellona, il quale ci ha insegnato che il mercato finanziario può essere visto come un tipo normativo cui l'ordinamento dà una risposta giuridica, dobbiamo aver presente *personae, res e actiones* che si muovono nel mercato finanziario e tra queste persone abbiamo non solo gli investitori ma anche tutta la forza lavoro coinvolta negli emittenti.

Lo *Short Selling Ban*, continua la Relatrice, è stato molto esaminato dalla letteratura. Di recente è stato pubblicato un bellissimo articolo di Marco Ventoruzzo e Gianfranco Siciliano, nel quale gli Autori svolgono un'analisi delle conseguenze dello *Short Selling Ban* e fanno le seguenti considerazioni economiche: 1) aumentano le asimmetrie informative nel momento in cui viene vietata la vendita allo scoperto, 2) in generale non vengono raggiunti gli obiettivi di politica legislativa che vorrebbero ottenersi (Anche la Professoressa Lucantoni si è occupata del tema con un articolo, pubblicato durante la pandemia, sulla Rivista di Diritto bancario).

Per quanto concerne l'oscillazione del valore, la Professoressa chiarisce che nel 2015 un'azione Wirecard valeva 50,00 €, a Luglio del 2018 valeva 100,00 € e il 30 gennaio 2019 il valore era di 167,00 €, per poi il 15 febbraio 2019 scendere a 99,00 €, quindi con un crollo del 40 %.

Per comprendere questa tipologia della realtà. A tal riguardo, la Relatrice richiama l'*Opinion* che l'ESMA è stata tenuta emanare in applicazione degli artt. 26 e 27 del Regolamento *Short Selling Ban*, i quali prevedono che le Autorità nazionali di vigilanza possono esercitare il potere straordinario di bloccare l'incremento di vendita di netti allo scoperto solo se prima hanno interpellato l'ESMA e questa entro ventiquattro ore è tenuta ad esprimere un'*Opinion*.

Tale *Opinion* riporta, nel caso in esame, anche le osservazioni di BaFin, dalle quali emerge che l'oscillazione del prezzo di mercato si reputava essere pericolosa, non solo, ma si rischiava il contagio all'interno degli altri trenta titoli negoziati nel Daks e anche a livello globale, posto che il titolo era negoziato anche a Singapore e negli Stati Uniti. Da ciò si evince quindi che l'ESMA ha approvato l'utilizzo di questo metodo straordinario. Per quanto concerne le vicende verificatesi il 16 marzo 2020, anche in questa ipotesi, spiega la Relatrice è stato riconosciuto un profilo di eccezionalità da parte della Consob, ma anche da parte delle Autorità Austriache, Belge, Francesi, Greche e Spagnole, poiché la volatilità dei prezzi di borsa era eccezionale.

A tal riguardo, la Professoressa racconta che, in un seminario che si è tenuto con la presenza del Dott. Carmine Di Noia e del Prof. Luca Enriques, prima dell'estate e dunque dopo il default di Wirecard, il Prof. Enriques ha spiegato con una metafora che sospendere e introdurre lo *Short Selling Ban* è come "gettare il termometro quando il bambino ha la febbre". Così come il termometro ci dà la temperatura e quindi la malattia, fornendoci indicazioni sullo stato di salute del bimbo, introdurre uno *Short Selling Ban* quando ci sono oscillazioni dei prezzi di borsa in realtà vuol dire privarsi di uno strumento che ci dà la temperatura della salute del mercato e sull'integrità del mercato stesso.

Infine, la Professoressa Lucantoni conclude affermando la certezza della presenza del requisito dell'eccezionalità durante la pandemia che ha legittimato un intervento mirato di protezione del mercato. Sebbene poi la circostanza che sia stato fatto non a livello europeo ma a livello di alcuni paesi sia stato uno stigma nei confronti dei paesi che hanno quasi denunciato una debolezza. Per quanto riguarda tale requisito nell'ipotesi del caso Wirecard solo nei prossimi mesi si potrà vedere quale sarà l'opinione in merito.

Il dibattito infine prosegue, avviandosi verso la conclusione, con l'intervento della **Professoressa Eugenia Macchiavello**, Ricercatore di Diritto commerciale (abilitazione a Professore Associato di Diritto dell'Economia) presso l'Università di Genova, il cui intervento verterà principalmente sul fintech e più in generale sulla regolamentazione del fintech, tema ormai da molti anni presente nel dibattito e che sta sempre più acquisendo rilevanza a livello europeo e anche a livello di *Capital Markets Union*.

La Professoressa apre il suo intervento ricordando che recenti iniziative dell'Unione Europea vanno proprio ad occuparsi delle innovazioni tecnologiche nel settore dei servizi finanziari ed in particolare il riferimento va alla recente *Digital Finance Strategy*.

Un punto fondamentale quando si tratta il tema della regolazione del fintech - e che è giustamente emerso da entrambi gli interventi - riguarda l'oggettiva difficoltà che riscontriamo nell'applicare al fintech le categorie giuridiche tradizionali e i modelli di vigilanza e di regolamentazione esistenti.

Farò nel prosieguo riferimento specifico al caso Wirecard ma un esempio classico di questa prima problematica sono i *crypto-assets*: la Professoressa spiega, infatti, come si discuta da tempo in merito alle

diverse tipologie di *tokens* e di *crypto-assets* da riconoscere e alla possibile qualificazione giuridica degli stessi (strumenti finanziari, strumenti di pagamento, moneta elettronica, ecc).

E anche una volta stabilita la corretta qualificazione giuridica degli stessi, continua la Professoressa, può comunque risultare complesso applicare le normative in questione a realtà, quali ad esempio i sistemi *DLT* decentralizzati, in quanto tali norme presuppongono intermediari tradizionali con struttura centralizzata.

Il secondo aspetto che secondo la Professoressa Macchiavello è emerso dai precedenti interventi è quello del carattere globale del fenomeno Fintech e certamente la tecnologia facilita questa diffusione *cross-border*. A tal proposito, sottolinea la Professoressa Macchiavello, anche dal caso Wirecard è risultata evidente la necessità di un reale coordinamento tra le Autorità di vigilanza, anche in ragione della difficoltà di vigilare oltre i confini, specialmente se non europei, ma anche a livello europeo, soprattutto con riferimento ai settori non coperti dal meccanismo di vigilanza unico bancario.

Connesso con ciò, spiega ancora la Relatrice, vi è poi l'aspetto tran-settoriale del Fintech, posto che queste tecnologie permettono anche di espandersi su settori diversi. Per esempio, problematiche connesse all'uso della tecnologia (quale cyber-risk, tutela dei dati, ecc.) possono riverberarsi sulla prestazione del servizio finanziario. In conseguenza, la recente proposta di normativa sul rischio tecnologico menzionata dal Prof. Pozzolo (c.d. DORA) andrà ad operare a livello tran-settoriale, applicandosi non solo al sistema bancario o dei pagamenti ma anche agli investimenti, *crowdfunding*, ecc.

Tornando ad esaminare il primo punto e quindi l'adeguatezza degli schemi di regolazione e di vigilanza esistenti al fintech, la Professoressa chiarisce che questi si basano tradizionalmente sulla presenza di intermediari e di mercati, secondo certe definizioni e su rapporti di collaborazione di struttura dell'attività di pagamento o bancaria che ruotano attorno al concetto di agenti e contratti di esternalizzazione.

La Relatrice si interroga quindi sul perché, come visto nel caso Wirecard, sia difficile applicare tali schemi presenti nella regolazione europea ed italiana al fintech. Il perché, spiega la Professoressa, va ricercato in una delle caratteristiche principali del fintech che è quella di portare al c.d. *unbundling* o frammentazione della catena di valore, che vuol dire che dei servizi che venivano offerti prima dalle banche vengono suddivisi, spezzettati e offerti da soggetti diversi, anche attraverso le c.d. piattaforme che si mettono in contatto con il cliente ma che non offrono materialmente il servizio. Talvolta addirittura questo fenomeno della piattaforma permette anche l'erogazione dell'attività principale da parte di soggetti non professionali, si pensi ad esempio al *Peer to Peer lending*: il prestito non viene fatto né da una piattaforma né da una banca ma da un altro pari.

Da qui, dunque, la difficoltà di applicare la normativa tradizionale che normalmente si applica agli enti regolamentati, ad un contesto completamente diverso. Nel caso Wirecard, continua la Relatrice, sono venuti alla luce, come ben spiegato dal dott. Sinisi e Prof. Pozzolo, contratti di *partnership* dalla struttura complessa. La società tecnologica concludeva infatti *partnership* con istituti di pagamento esteri ma più in generale, ricorda la Relatrice, nel settore in esame si stanno sviluppando dei contratti che rendono la fornitura di servizi tecnologici fondamentale e centrale, avendo quindi un'incidenza anche sulla capacità e sulla continuità dei servizi di pagamento.

Si tratta di modelli in continua evoluzione e per completare il quadro, la Professoressa fa riferimento a nuovi *business model* quali il c.d. *Banking as-a-service*, ossia il caso in cui una banca ottiene l'autorizzazione bancaria e la presta, dietro commissione, a degli altri soggetti non regolamentati che sono normalmente delle fintech e che così possono svolgere delle attività anche in settori regolamentati senza passare attraverso il dispendioso e lungo processo di ottenimento dell'autorizzazione. Vedi il caso Solaris ad esempio. O, ancora, il modello speculare della *Front/Neo Bank*, quindi la capacità di una società tecnologica di offrire servizi regolamentati attraverso delle *partnership* con delle banche.

La situazione pertanto è molto frammentata e complessa ma la caratteristica centrale di queste nuove forme è certamente la preponderanza della tecnologia e delle società tecnologiche nei contratti in questione.

Mentre la normativa presuppone che il soggetto regolamentato sia quello che "comanda" e dunque controlla l'attività e risponde di tutti i rischi, nel caso in cui la società tecnologica sia una *big tech* e quindi abbia l'oligopolio o il monopolio di certi servizi come di *cloud* o simili, il rapporto viene rovesciato. Quindi, in tali ipotesi, precisa la Relatrice, l'Autorità di controllo ma soprattutto l'operatore regolamentato non ha effettivamente un reale controllo anche a livello contrattuale su quello che accade da parte dell'*outsourcing*. Nel caso in esame è stato infatti riscontrabile come sia di difficile l'applicazione della nozione di *Financial Holding Company* e di servizio di pagamento a questa nuova realtà.

L'art. 3, della lettera j), della *PSD 2*, ricorda la Professoressa Macchiavello, esclude espressamente dalla nozione di servizi di pagamento i servizi tecnici di supporto e questo ha influito probabilmente sulla qualificazione come società tecnologica e non di *financial holding company* e quindi con la conseguente

esclusione di un gruppo di vigilanza consolidata della capogruppo Wirecard, non considerando i servizi tecnologici offerti da Wirecard come servizi di pagamento né gli altri servizi di pagamento offerti all'interno del gruppo (ad esempio, dalla controllata Wirecard Bank) come prevalenti sui quelli tecnologici.

Ad avviso della Relatrice, le opzioni di riforma che si profilano come possibili per far fronte a tali difficoltà di applicazione dei controlli prudenziali sono diverse.

La prima opzione, secondo la Professoressa, sarebbe quella di estendere la nozione di servizio di pagamento. Questa opzione è stata già usata ad esempio nel caso dei *Third party provider* all'interno della PSD 2, quindi servizi di informazione su conti e servizio di disposizione di ordini di pagamento, prima non regolamentati, sono stati qualificati come servizi di pagamento anche se assoggettati ad una normativa in parte più leggera. Se però si dovesse includere tutti i servizi tecnologici nell'ambito dei servizi di pagamento, si creerebbero delle barriere di entrata che dunque non permetterebbero di utilizzare i benefici che poi i servizi tecnologici introducono a livello di qualità del servizio nel settore finanziario.

La seconda opzione, sempre ad avviso della Relatrice, sarebbe quella di andare a modificare la nozione di *Financial Holding Company*, così da cogliere la vera incidenza dell'attività della *holding*, soprattutto nel caso tecnologico, sul settore dei pagamenti. Tale soluzione appare più proporzionale ma andrebbe comunque ad incidere sulla libertà organizzativa tradizionalmente accordata benché nell'ottica di tutela la stabilità nel settore finanziario.

La terza opzione infine sarebbe quella di creare sandbox o una regolamentazione e una vigilanza specifica per la singola fintech.

Questo però, secondo la Professoressa Macchiavello, potrebbe essere considerato in violazione del principio di neutralità tecnologica, invece proclamato come centrale dalle istituzioni europee. La Professoressa ricorda ancora che, a livello nazionale tedesco, è stato proposto di creare un'Autorità europea solo per i pagamenti digitali, quindi con poteri limitati a questo aspetto. Tale limitazione tuttavia non soddisfa le ipotesi in cui l'attività sia per così dire "a cavallo".

La Relatrice si interroga quindi se tali opzioni siano riscontrabili negli attuali orientamenti dell'Unione Europea nell'area della regolazione finanziaria, guardando in particolare alla recente *Digital Finance Strategy*.

A livello più generale, questa strategia dal disegno e contenuti molto complessi, prevede in alcuni casi l'applicazione delle normative e i modelli di supervisione esistenti alle recenti innovazioni del settore finanziario mentre, in altri casi, crea delle regolazioni *ad hoc* solo per certi fenomeni del fintech (vedi la proposta di regolamento sul *Crowdfunding* così come per gli *utility tokens* e altre forme di *crypto-assets*).

A livello di proposte che avrebbero potuto incidere sul caso in esame qualora fossero state implementate prima, precisa la Relatrice, c'è ad esempio la proposta di revisione della PSD 2 (che si compirà solo nel 2021) e che propone di valutare se certi servizi tecnologici ausiliari possano essere spostati nella nozione di servizio di pagamento (quindi in linea con l'opzione 1 sopra descritta).

La seconda tendenza è quella di creare un *framework* normativo nuovo e tran-settoriale su chi fornisce servizi tecnologici nel settore finanziario, con particolare riguardo a quelli considerati critici e rilevanti sull'erogazione del servizio (ricadendo questo a metà tra l'opzione 2 e 3).

E addirittura si parla anche di introdurre una regolazione *ad hoc* per le *big tech* che vadano ad operare nel settore finanziario, in considerazione del potere contrattuale e ruolo sistemico rivestito da tali soggetti (cfr. opzione 3).

Infine, c'è la proposta di creare dei *Supervisory Colleges* per ogni ecosistema di una certa catena di valore, con l'idea di ricompattare queste catene di valore frammentarie e applicare a questi una forma di vigilanza supplementare (a metà tra opzione 1 e 2).

Altre proposte che rientrano nella *Digital Finance Strategy* e che potrebbero assumere rilevanza in casi simili a quello Wirecard riguardano l'implementazione con il tempo di forme *Regtech* e *Suptech*. Ed ancora, menziona la Professoressa Macchiavello, c'è la proposta di creare uno spazio europeo dei dati finanziari. Tutto questo, combinato, avrebbe forse potuto facilitare lo scambio di informazioni tra le Autorità, migliorare il coordinamento tra le stesse così come accelerare l'identificazione delle irregolarità (riscontrate solo tardivamente nel caso Wirecard).

La Commissione sta anche avviando una sperimentazione per l'utilizzo della DLT nello scambio di strumenti finanziari ma non viene escluso l'utilizzo della DLT anche nell'ambito sempre della condivisione dei dati finanziari.

Infine, ricorda ancora la Relatrice prima di avviarsi alla conclusione, che con riferimento alla diffusione a livello globale, in ambito europeo è stato segnalato più volte dall'EBA che esistono per il settore del fintech, delle difficoltà ad utilizzare criteri di applicazione della legge applicabile, quindi anche di identificazione

delle Autorità competenti, nell'ambito del settore finanziario. A tal riguardo, un'altra linea di riforma è dunque quella di rivedere la normativa sulla legge applicabile nel settore finanziario anche in considerazione degli sviluppi tecnologici del settore.