

## WEBINAR

SHADOW BANKING? LA GESTIONE DEL CREDITO DA PARTE DI SOGGETTI NON BANCARI  
(Centro di Ricerca Interdipartimentale sul Diritto Europeo della Banca e della Finanza,  
Paolo Ferro-Luzzi, Grandangolo, Università Roma Tre, 13 Novembre 2020)

(Claudia Giustolisi)

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

### 1. Gli Obiettivi del Webinar

Il 13 Novembre 2020 si è tenuto il webinar “*Shadow banking? La gestione del credito da parte di soggetti non bancari*”, 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 dal **Professor Andrea Zoppini**, vice-direttore del Centro di Ricerca “Grandangolo” e Professore Ordinario di Diritto privato presso l’Università Roma Tre.

In apertura dell’evento il Professor Zoppini ha preliminarmente introdotto il tema oggetto di riflessione del webinar, precisando che con il termine “*Shadow banking*” si identifica il sistema di intermediazione creditizia di entità e attività fuori dal sistema bancario regolato.

Dopo aver circoscritto l’oggetto dell’indagine, il Professore si è soffermato su quali siano le ragioni che hanno spinto il Centro Ferro - Luzzi ad interrogarsi su tale tema, illustrando che le motivazioni sono da ricercare nel tentativo di fornire delle risposte soddisfacenti ai numerosi interrogativi che il fenomeno pone in essere, primo fra tutti se lo stesso possa ritenersi correttamente e sufficientemente regolato.

La risposta a tale quesito, spiega il Professore, è da ricercare nell’assenza di una regolazione uniforme del fenomeno in esame, tuttavia ciò non determina che lo stesso risulti riconducibile ad una condizione di irregolarità.

Quello che certamente non può essere sottovalutato è che il fenomeno dello *shadow banking* ha di recente assunto un ruolo particolarmente significativo nel panorama finanziario, anche in ragione del rilievo non solo qualitativo, ma anche quantitativo, che il fenomeno in esame ha assunto.

A conferma di quanto appena affermato, il Professor Zoppini riporta un dato di particolare rilievo, messo peraltro in evidenza anche in un recente articolo dell’Economist, dal quale emerge che, l’attività bancaria ha un andamento diverso e negativo rispetto all’attività svolta dai soggetti non bancari, risultando al contempo sempre meno redditizia, ciò probabilmente anche in ragione della stringente regolazione a cui la stessa è sottoposta.

Anche in ragione dei dati esposti, il Professore ha quindi riferito di ritenere necessaria una riflessione circa il reale perimetro del fenomeno in esame, valutando altresì necessario un approfondimento circa l’adeguatezza dell’attuale assetto normativo e la reale efficacia del sistema dei controlli.

Un esempio che certamente può aiutare a comprendere meglio la portata applicativa dello *shadow banking*, è quello del prestito sociale nelle cooperative di consumo, che il Professore nel suo intervento ha definito come paradigmatico del fenomeno oggetto di indagine.

Il prestito sociale spiega il Professore, non è qualificato come attività di raccolta del risparmio, in quanto la raccolta in questo caso viene svolta esclusivamente nei confronti di soggetti che tecnicamente non sono investitori ma soci della cooperativa.

Tale fenomeno, anche in ragione della portata quantitativa raggiunta (si ricorda che le cooperative di consumo hanno raccolto dai propri soci circa 11 miliardi di euro), ha generato delle criticità non facilmente risolvibili. Prime fra tutte le problematiche connesse all’insorgere della crisi economica, che ha determinato il fallimento di alcune cooperative, trasformando quello che fino a quel momento era percepito dai soci della cooperativa come un prestito sicuro, in un prestito non più ritenuto protetto, con l’ulteriore aggravio dovuto alla qualificazione giuridica dei soci della cooperativa, che, pur essendo creditori della stessa, hanno subito, in ragione della natura del credito, un trattamento dei loro crediti peggiore rispetto a quello riservato agli altri creditori.

L'emersione di tale fenomeno ha dato vita ad un acceso dibattito sul tema, ricorda il Professor Zoppini, al quale è seguita la presentazione di alcune proposte di legge volte ad ottenere l'equiparazione del prestito sociale ai depositi bancari. Ipotesi valutata dal Professore come inidonea.

L'esempio del prestito sociale delle cooperative è stato quindi definito dal Professore come un caso *ante litteram* del fenomeno in esame. Le coop possono infatti rappresentare un primo embrione di "piattaforma" a cui i clienti della cooperativa hanno avuto accesso, con la possibilità, in alcuni casi, di aprire un deposito presso la cooperativa stessa. Tale possibilità tuttavia ha generato un'intersezione tra la disciplina del prestito sociale e le problematiche connesse con la tutela dei depositanti e l'applicazione delle regole che l'ordinamento pone a tutela di quest'ultimi.

Sulla base di tali considerazioni, spiega infine il Professore, hanno avuto origine le riflessioni esposte sul fenomeno dello *shadow banking*, con particolare riferimento alla necessità di una specifica regolamentazione del fenomeno e all'adeguatezza della stessa, ricordando in conclusione, prima di lasciare la parola ai Relatori, che al contempo sussiste un interrogativo più ampio e di natura sistemica che riguarda quale possa essere il futuro della banca.

## 2. Le relazioni introduttive

Il primo Relatore che prende la parola è il **Professor David Ramos Muñoz**, Professore Ordinario di Diritto Commerciale dell'Universidad Carlos III de Madrid.

Il Professore, in apertura del suo intervento chiarisce quali sono i temi oggetto della sua presentazione, precisando che in particolare l'intervento è volto ad esaminare quali considerazioni sono riconducibili al mito dello *shadow banking* e quali invece sono ascrivibili alla realtà del fenomeno. In secondo luogo, il Professore spiega di voler indagare su quale sia l'approccio istituzionale corretto alla materia e quali siano le argomentazioni utilizzate per giustificare lo *shadow banking*, ed infine se lo *shadow banking* può essere considerato un'opportunità per gli investimenti, con riguardo alla FinTech e al fenomeno della sostenibilità. Iniziando l'esame del fenomeno dall'analisi dei miti che riguardano lo *shadow banking*, il Professore chiarisce subito che il primo mito è quello di credere che il fenomeno sia una novità e che lo stesso si qualifichi come qualcosa che agisce nell'ombra, ossia come qualcosa che cresce all'ombra di qualcos'altro. Il Relatore quindi precisa che in realtà il fenomeno non è nulla di nuovo, lo stesso nasce infatti contestualmente alla nascita della banca. Anzi, a voler essere precisi, si potrebbe sostenere che quando la banca non era regolamentata tutto fosse *shadow banking*.

Inoltre, prosegue il Professore, non è un fenomeno che si qualifica come sospettoso, precisando tuttavia che è vero che in alcuni casi sono riscontrabili degli arbitraggi normativi, ossia l'ipotesi in cui dei *market players* vogliono evitare l'applicazione di regole imperative, ma in altri casi è lo Stato stesso che concede dei sussidi regolamentari per alcune entità, dovuti a cause che considera difendibili, adeguate o socialmente desiderabili. Pertanto, continua il Relatore, lo *shadow banking* non cresce, o comunque non necessariamente cresce, all'ombra di qualcosa, ma molte volte si trova nel cuore del sistema bancario.

Il Professore prosegue ricordando che all'origine della *shadow banking* si riscontra l'ambivalenza verso due concetti base del sistema bancario, ossia denaro e credito.

Se si parte dall'idea che il denaro e il credito sono un prodotto dall'azione dello Stato, il quale agisce sia in qualità di somministratore di credito e di denaro che di legislatore, si giunge alla conclusione che sussistono due idee di banca.

La prima è un'idea di banca intesa come attività imprenditoriale. La seconda, come concessione dello Stato. Se si tiene in considerazione questa seconda impostazione, continua il Relatore, ovvero si propende per una versione ibrida tra le due, si giunge all'idea generale che si può intendere la banca come un'attività sottomessa alle regole imperative del sistema bancario.

Una seconda impostazione è invece quella che tiene conto del fatto che se si desidera ricevere dei privilegi, ossia dei benefici sia in materia di accesso alla liquidità sia dal punto di vista della solvenza tramite il sistema di garanzia dei depositi, al contempo è necessario tener conto che sussiste un prezzo da pagare per questo.

Il Professore precisa quindi che sono quelle appena esposte le due filosofie sulle quali si basano le regole del sistema bancario, chiarendo che tuttavia, alle volte, lo Stato vuole assumere il ruolo di legislatore onnisciente, che applica le regole con uguaglianza, mentre altre volte vuole svolgere l'approccio transazionale, risultando poco chiaro, in ultima analisi, quale sia la filosofia prevalente.

Passate in rassegna le teorie sopra esposte, il Relatore chiarisce di voler esaminare alcuni ulteriori aspetti.

Il primo tema che il Professore approfondisce concerne l'analisi della giustificazione basata sugli *investment opportunity*, ossia se ci sono dei tassi di interesse bassi è necessario offrire la possibilità di avere più opportunità di investimento, e dal punto di vista imprenditoriale se ci sono progetti che non vengono finanziati bisogna consentire l'accesso al finanziamento.

L'innovazione, ricorda il Professore, consentirebbe di abbassare i *transactions cost* e promuovere la specializzazione funzionale.

Per quanto riguarda invece la giustificazione che richiama il tema della sostenibilità, il Relatore spiega che ci sono degli investimenti che sono più sostenibili, ovvero più adeguati per le società, che vengono finanziati come risultato della struttura del sistema bancario, e che invece ci sono potenziali soggetti che non hanno accesso al finanziamento che invece potrebbero averlo tramite delle regole più flessibili.

Un'ulteriore argomentazione utilizzata per giustificare il fenomeno in esame, prosegue il Professore, peraltro solitamente accompagnata dalle precedenti, è che questa volta il fenomeno è differente.

Infatti, se si esamina l'applicazione di ognuna delle giustificazioni esposte, spiega il Relatore, per ciascuna di esse sussistono delle argomentazioni molto convincenti per giustificare un'attitudine più flessibile che permetta la *shadow banking* in alcuni contesti specifici. E continua sottoponendo alla platea dei presenti alcuni esempi, ovvero se ci sono dei tassi di interesse negativi è necessario facilitare l'accesso degli investitori ad investimenti che rendano di più.

Il problema, spiega il Relatore, è che nessuno di questi argomenti è del tutto nuovo.

L'idea dei tassi di interesse bassi e la necessità di offrire dei nuovi prodotti che consentano agli investitori di avere delle opportunità più redditizie, è stato l'argomento che ha giustificato la creazione dei *money market funds* negli Stati Uniti, negli anni 70.

La risposta ai tassi di investimenti bassi e la mancanza di investimenti in *Real estate*, prosegue il Professore, è stata la cartolarizzazione, almeno negli Usa, con i risultati noti.

La domanda che ci dobbiamo quindi porre, spiega il Relatore, è se questa volta è diverso e per rispondere è necessario interrogarsi se esiste un problema strutturale di *maturity transformation* e quale sia il volume transazionale.

Per quanto concerne le argomentazioni relative alla connessione tra *shadow banking* e FinTech, il Professore precisa che, anche in questo caso, gli argomenti utilizzati sono molto convincenti. La banca è sempre stato un settore chiave per l'innovazione tecnologica. Il FinTech promette di facilitare la disintermediazione e la gestione dei dati personali in modo più efficiente e questo ha giustificato delle risposte regolamentari specifiche negli Usa, una tolleranza maggiore in Cina e delle proposte normative specifiche in paesi come il Regno Unito.

Ma questi argomenti non sono nuovi, continua il Relatore, l'idea delle *Special charters* hanno condotto ad un sistema basato sulla *charters* che alla fine a sua volta ha condotto ad una situazione in cui alcuni gruppi bancari importanti erano sottoposti alla sorveglianza dell'autorità di vigilanza meno adeguata.

Il Professore prosegue sottolineando inoltre che anche l'argomento della disintermediazione ha condotto alla *shadow banking* basata sulla cartolarizzazione.

Pertanto, chiarisce il Professore, nulla consiste in un *business model* completamente nuovo e dunque le *smart technology* sono degli argomenti usati nel passato per giustificare la tolleranza degli *hedge fundus*, come nel caso Wirecard.

Quindi, prosegue il Relatore avviandosi alle conclusioni, alla domanda "se questa volta è diverso" si deve rispondere con un'altra domanda, ovvero "se ci troviamo in un momento di disintermediazione o di re-intermediazione", e quindi è necessario comprendere se si tratta di creazione di valore o semplicemente di redistribuzione del valore tra le entità tradizionali che perdono valore e nuove entità che guadagnano il valore che viene dal contatto diretto con il cliente.

La superiorità dei *data management*, chiarisce il Professore, di per sé non è un argomento, ma l'esistenza di un'efficienza derivante da una migliore gestione dei dati è l'argomento convincente, in quanto se parliamo di Fintech o di Big tech questo è l'argomento fondamentale.

Infine, ricorda il Relatore, anche con riferimento alla sostenibilità vi sono degli argomenti molto convincenti. Vi sono infatti dei casi dove un'attitudine più benevolente dal punto di vista regolamentare potrebbe facilitare

la canalizzazione di flussi d'investimento desiderabili da un punto di vista sociali oppure facilitare l'inclusione finanziaria.

Anche in questo caso, spiega il Professore, tale argomentazione è molto convincente ma non completamente nuova.

L'idea di facilitare l'accesso al credito tramite una demonizzazione del mercato secondario è stata l'idea che ha ispirato le *government sponsored enterprise* e il *social investment*.

Infine, in conclusione il Professore chiarisce che semplicemente lo *shadow banking* non è nuovo non deve essere per forza sospettoso.

Gli argomenti e le giustificazioni presentate si applicano a nuovi modelli di *shadow banking* ma sono già conosciuti e sono stati usati nel passato con dei casi di successo e dei casi di fallimento.

Pertanto, conclude il Relatore, si tratta solo di farsi le domande giuste.

Certe volte il problema è nello *shadow banking* altre volte è nelle regole.

La seconda relazione introduttiva è svolta dal **Prof. Filippo Annunziata**, Professore Associato di Diritto dell'economia presso l'Università Bocconi, che in apertura del suo intervento descrive l'articolato della sua presentazione, precisando che il tema oggetto della sua trattazione è quello di un caso abbastanza emblematico del fenomeno dello *shadow banking*, che in realtà non è tanto "shadow", in quanto tradizionalmente il modo degli OICR di credito appartiene, come si legge in letteratura, allo *shadow banking*, ma tuttavia, non solo in Italia ma in molti altri paesi, questi attori del mercato dello *shadow banking* sono sottoposti a varie forme di regolamentazione.

Il Prof. Annunziata prosegue ricordando che il caso degli OICR è un caso interessante in quanto conferma non soltanto come la regolamentazione possa alla fine appropriarsi dello *shadow banking*, che è molto meno deregolamentato di quello che si possa immaginare, ma ci mostra, continua il Relatore, anche la flessibilità dello strumento dell'organismo di investimento collettivo, che, rispetto a quando fu introdotto, non soltanto in Europa ma anche negli Usa, ormai molti decenni fa, ha conosciuto un'evoluzione davvero significativa.

All'inizio l'organismo d'investimento collettivo era nato come strumento di raccolta di risparmio diffuso tra il pubblico in vista dell'investimento sui mercati secondari, tendenzialmente in titoli liquidi, o facilmente liquidabili, per poi evolversi.

Il Prof. Annunziata si sofferma quindi sull'evoluzione storica della disciplina degli OICR negli ultimi anni, la quale ci mostra varie capacità di polimorfismo dello strumento degli OICR, fino ad arrivare all'utilizzo degli OICR come strumento alternativo alle banche o ai soggetti che nei vari sistemi sono autorizzati ad erogare credito. Tale evoluzione peraltro, chiarisce il Professore, è accompagnata da altri schemi spuri, dove l'erogazione di credito da parte degli OICR avviene in contesti più specifici.

Il Relatore fornisce quindi degli esempi come le norme che consentono ormai da molto tempo agli OICR di private equity di erogare finanziamenti a favore delle società target, precisando altresì che è noto che tali OICR siano diversificati di questi tempi con aperture anche a schemi che da tempo strizzano l'occhio ai temi della finanza sostenibile (si pensi ad esempio al Regolamento EuVECA o agli OICR che hanno come investimenti ammissibili, soggetti che presentano determinate attività rivolte al sociale o start-up con progetti si colorano sempre più di aspetti di sostenibilità).

Il Relatore chiarisce quindi che comunque il caso dell'OICR che eroga credito direttamente e non in associazione o combinazione con l'attività d'investimento di un organismo d'investimento collettivo è indubbiamente uno strumento nuovo che si è affacciato in alcuni sistemi, tra cui l'Italia, da pochi anni.

In particolare, prosegue il Prof. Annunziata, lo strumento degli OICR si articola oggi su tre fronti:

In primo luogo, sistemi, come ad esempio l'Italia, che riconoscano agli organismi d'investimento una capacità di erogazione diretta del credito e quindi si parla di OICR di erogazione.

In secondo luogo, gli OICR di investimento, che sono invece gli OICR di credito che acquistano crediti sul mercato secondario, così cartolarizzandoli.

Infine, gli OICR di ristrutturazione che sono una fattispecie ibrida, dove l'acquisto del credito è prodromico ad un'attività di ristrutturazione del debito che riguarda uno o più soggetti emittenti ponendosi così più direttamente a cavallo tra la disciplina del mercato e la disciplina societaria e la disciplina delle procedure concorsuali o delle situazioni di crisi.

L'afferinarsi degli OICR di credito in alcuni sistemi, come l'Italia, pone, come messo in rilievo dal Relatore, alcune questioni di vertice ed altre di dettaglio.

La prima questione che il Prof. Annunziata pone all'attenzione dei presenti, è che siamo in presenza di un'erosione dell'attività tradizionalmente riservata alle banche e non solo, anche i soggetti che pur non essendo banca sono autorizzati e quindi sono titolari del monopolio di erogazione del credito e che tuttavia questa è soltanto una delle manifestazioni di questo fenomeno erosivo, perché più o meno negli stessi anni in cui si sono introdotti in Italia e negli altri paesi gli OICR che possono concedere credito, esattamente come può fare una banca o una società finanziaria di cui al 106 del Tub, analoga facoltà viene riconosciuta alle assicurazioni. Senza dimenticare, prosegue il Professore, tutto il fenomeno della nascita delle piattaforme *peer to peer*, con riferimento alle quali non si è raggiunto un assetto chiaro sul piano della regolamentazione. Tali piattaforme infatti si collocano in una zona grigia tra l'attività riservata e l'attività deregolamentata e ciò pone certamente un problema di "*regulatory competition*" intersettoriale, in quanto tali soggetti, pur essendo oggetto di discipline più o meno pervasive a seconda degli ordinamenti e dei sistemi che si osservano e che possono erogare credito, non sono sottoposti alle stesse regole che devono seguire le banche e le società finanziarie nello svolgimento di questa attività e ciò, precisa il Prof. Annunziata, pone un problema di concorrenza regolamentare.

Altra questione che il Relatore pone, è che al momento la disciplina in alcuni paesi è andata un po' più avanti nel disciplinare gli OICR di credito, dove invece, in altri paesi, è rimasta più indietro. Tuttavia, chiarisce il Professore, anche con riferimento a quei paesi che per primi si sono affacciati nel regolamentare gli OICR di credito, quest'ultimi non hanno ancora trovato un punto di equilibrio soddisfacente tra le varie tipologie di OICR che a vario titolo possono operare nel mondo della concessione del credito o erogare credito.

Il Professore Annunziata propone quindi un esempio, ricordando il caso degli OICR che investono in titoli di debito, ad esempio i mini bond o altre obbligazioni emesse da soggetti in forma societaria. In tali casi l'approccio è ibrido in quanto, se da un lato si guarda alla sostanza dell'operazione, questi sono OICR che a tutti gli effetti generano credito, in particolare non soltanto quando acquistano i titoli sul mercato secondario, ma soprattutto e a maggior ragione quando sottoscrivono sul primario le emissioni delle società private, allo stesso tempo sono sottoposti alla disciplina degli OICR mobiliari e quindi si avvicinano di più allo schema tradizionale della forma dell'organismo d'investimento collettivo invece che essere assoggettati alle regole più specifiche o comunque diverse degli OICR di credito.

È pertanto necessario, prosegue il Prof. Annunziata, comprendere se si voglia far prevalere la sostanza sulla forma e cioè, nell'ipotesi di un OICR che ha un portafoglio rappresentato nella sua pressoché totalità da titoli di debito tanto acquistati sul primario che sottoscritti sul secondario, che cos'è? È da considerarsi un OICR che investe in strumenti finanziaria oppure diventa un OICR di credito?

La domanda, sottolinea il Professore Annunziata, non è peregrina in quanto la disciplina degli OICR di credito è più specifica in quei paesi che hanno deciso di disciplinare gli OICR di credito, è più precisa o comunque diversa rispetto a quella degli OICR che hanno deciso di investire in titoli di debito.

Pertanto, prosegue il Relatore, se deve prevalere la forma sulla sostanza, la strada tracciata è una, altrimenti, se deve prevalere la sostanza dell'operazione economica anche questi OICR dovrebbero progressivamente avvicinarsi alle regole e agli schemi che sono seguiti per gli OICR di credito.

Il Professore Annunziata si sofferma quindi brevemente su quali siano state le scelte di fondo che sono state fatte in Italia nell'introdurre e disciplinare gli OICR di credito.

Innanzitutto segnala la decisione che è stata assunta a suo tempo di non limitare la disciplina degli OICR di credito agli OICR c.d. riservati. Tale decisione, sottolinea il Relatore, è da considerarsi degna di nota anche nel panorama internazionale, in quanto in altri paesi la scelta che è prevalsa è stata quella di riservare questi OICR al pubblico o al mondo degli investitori professionali. In Italia si è immaginato invece che questi OICR possano raccogliere le risorse di cui si avvalgono per l'attività d'investimento presso investitori non riservati, con la classica gradazione delle regole che si applicano alle diverse tipologie di OICR, che come è noto sono molto più flessibili per gli OICR riservati rispetto al regime più rigoroso che si applica agli OICR non riservati.

Questo, precisa il Professore, deve essere considerato un tratto distintivo del sistema italiano che, sebbene non avuto una concreta e significativa applicazione sul mercato, giacché non si rileva una presenza

significativa presenza di OICR non riservati in Italia, tuttavia segna in linea teorica una scelta degna di essere posta in evidenza.

Il Prof. Annunziata prosegue evidenziando un secondo elemento che connata il sistema italiano ed è quello di aver deciso di ricomprendere le attività riservate ai gestori di FIA nel perimetro delle attività di gestione collettiva.

Tale scelta, sottolinea il Relatore, è tutt'altro che scontata in quanto in molti paesi gli OICR non sono oggetto di specifica disciplina o comunque non è detto che la disciplina sia quella della gestione collettiva del risparmio.

Ciò in quanto, a livello comunitario, la direttiva AIFM non rende inequivocabilmente ricompresi nel suo perimetro la disciplina degli OICR di credito salvo che non si voglia seguire il principio della prevalenza della sostanza sulla forma.

Per quanto concerne il terzo punto qualificante della disciplina italiana, il Professor Annunziata ricorda che è stato scelto di imporre l'accesso degli OICR di credito alla centrale dei rischi e che tale aspetto è probabilmente il punto più forte di assimilazione tra regole proprie dell'attività bancaria e le regole proprie di questi OICR che per il resto restano invece sottratti dalle regole tipiche della vigilanza prudenziale che si applicano alle banche o agli altri soggetti che erogano credito.

Il Relatore prosegue nel suo intervento chiarendo che esiste una ragione che spiega perché le cose stanno così, precisando che tuttavia la sottrazione di questi OICR ad un insieme di norme, seppur applicate con un principio di proporzionalità, che invece si applicano alle banche o agli altri soggetti che tradizionalmente erogano credito, certamente crea una forte distonia.

Le ragioni, prosegue il Professore, sono da ricercare nel fatto che tali regole sono molto onerose sul piano dell'assorbimento di capitale ma anche sul piano delle limitazioni che sono previste nell'erogazione del credito. Pertanto, le regole che riguardano la concentrazione dei rischi piuttosto che quelle che riguardano le grandi esposizioni che si applicano alle banche o quelle inerenti i requisiti patrimoniali, in questo mondo non trovano applicazione.

L'accesso alla centrale dei rischi, spiega il Relatore, è una misura che da un lato assimila o almeno avvicina la regolamentazione degli OICR di credito a quella delle banche, dall'altro lato però è uno strumento indispensabile per la stessa gestione degli OICR di credito che anche nel concedere credito hanno non soltanto il dovere, ma anche l'obbligo, di valutare l'affidamento del credito. L'accesso alla centrale dei rischi gli consente quindi un processo di *risk management* più solido e affidabile.

Da ultimo, ricorda il Relatore, gli OICR di credito possono concedere credito nel nostro Paese soltanto a soggetti non consumatori e ciò è stato fatto con l'obiettivo di non erodere del tutto la riserva di attività degli altri *market players*.

Il Professor Annunziata prosegue quindi il suo intervento citando l'*opinion* rilasciata dall'ESMA nel 2016. Nelle tabelle che la compongono si prende a riferimento principalmente paesi Ue ma è presente anche qualche riferimento a paesi non Ue come ad esempio la Svizzera e per ciascuno di questi paesi l'ESMA fotografa la disciplina applicabile. In alcuni casi, come ad esempio in Croazia piuttosto che in Francia, all'epoca non vi erano a regole specifiche per gli OICR di credito e naturalmente tale distonia, anche solo all'interno dell'Ue, crea certamente un ostacolo all'integrazione del mercato al livello comunitario per questi prodotti o strumenti.

Ostacolo, evidenzia il Relatore, che è frutto della divergenza degli approcci regolatori, perché molti paesi non hanno ancora deciso se e come disciplinare questi prodotti, e dall'altro il fatto che questi fondi non si collochino all'interno del perimetro delle direttive comunitarie non consente loro di avvalersi del passaporto europeo.

Il Professor Annunziata torna sul punto appena affrontato della diversa regolamentazione di questi prodotti, precisando che anche quando lo schema degli OICR di credito viene in qualche modo catturato da regole applicabili all'attività bancaria, bisogna comunque aver presente che l'attività di trasformazione dei rischi che l'OICR svolge è comunque diversa da quella delle banche, per il semplice fatto che per gli OICR di credito, l'attività oggetto di investimento, sono asset di investimento mentre il depositante nei riguardi di una banca vanta un diritto di credito alla restituzione delle somme depositate, chi sottoscrive invece un OICR non vanta un diritto alla restituzione ma partecipa al risultato complessivo derivante dall'attività d'investimento.

Ora, continua il Professore, questa diversa funzione degli OICR di credito se riguardati nella loro complessità cioè non limitandoci a guardare l'erogazione del credito quale attività isolata, rende giustificabile un approccio regolatorio che non comporta l'integrale assoggettamento di questi organismi alla disciplina proprio delle banche per la loro oggettiva diversità rispetto alla tipica attività bancaria che si coglie proprio in questa dimensione dove il credito è in realtà oggetto dell'attività d'investimento e dall'altra nella diversa posizione in cui si trova il depositante di una banca rispetto al quotista di un fondo.

Il futuro di questo mondo degli OICR di credito, prosegue quindi il Relatore, sembra inesorabilmente legato al dibattito sul futuro degli NPLs per effetto della crisi pandemica, si aggancia bene alle discussioni che sono in corso sull'eventualità di istituire una *bad bank* a livello europeo oppure tante *bad bank* a livello nazionale collegate in qualche modo tra di loro, per evitare l'onda che pare inarrestabile di NPLs conseguenti alla crisi pandemica e in questo ambito gli OICR di credito potrebbero effettivamente svolgere un ruolo come strumenti di cartolarizzazione degli Npl's e di supporto alla gestione della crisi che stiamo vivendo.

Il Professor Annunziata ricorda che tuttavia, per poter svolgere questo ruolo, sarà necessario chiarire il *level playing field* di questi soggetti a livello comunitario, perché nello studio dell'ESMA, se pur un po' datato, e probabilmente alcune cose oggi si sono un po' modificate, resta però il fatto che oggi questi organismi non sono ricompresi all'interno delle direttive comunitarie e poiché il mercato degli NPLs che bisognerà affrontare per effetto della crisi è un mercato di dimensioni europee, questo problema andrà in qualche modo affrontato e magari la revisione della Direttiva AIFM che ha preso da poco avvio, potrebbe essere l'occasione per chiarire la ricomprensione o meno di questi soggetti all'interno di tale direttiva.

Nel frattempo, aspettando che si muova qualcosa a livello comunitario, il Prof. Annunziata prosegue ipotizzando cosa potremmo fare in Italia per incentivare tali soggetti che al momento non hanno avuto una grandissima diffusione.

Il Professore, al riguardo ricorda, che ci sono alcuni punti oggetto di attenzione già nella regolamentazione. Ad esempio il miglioramento dell'approccio in tema di *outsourcing* per lo svolgimento di funzioni *core* dell'OICR, affrontando un punto trasversale sia dello *shadow banking* che del Fintech. Gli OICR che esistono fanno ampiamente ricorso all'*outsourcing* soprattutto per quanto riguarda l'attività di valutazione del merito creditizio e naturalmente si pone il problema della disciplina da applicare agli *outsourcer* che non sono soggetti vigilati ma che in questo segmento spesso svolgono funzioni davvero essenziali senza le quali l'OICR non potrebbe funzionare.

Una seconda questione, prosegue il Prof. Annunziata, riguarda il rapporto tra la figura dell'OICR di credito e la posizione molto rigida che la giurisprudenza ha avuto modo di ribadire qualche tempo fa in tema di riserva di attività e di operazioni *conduit*. Questo, prosegue il Professore, in quanto negli OICR in oggetto, soprattutto quelli che sono riservati agli imprenditori professionali, il livello di indipendenza e autonomia del gestore rispetto ai partecipanti all'OICR può risultare in concreto piuttosto ridotto e quindi riporre sul tavolo il problema della possibile violazione della riserva di attività che secondo questa giurisprudenza deriverebbe dall'utilizzare un veicolo formalmente autorizzato in Italia a concedere credito ma che nella sostanza ottiene le risorse per lo svolgimento di quell'attività da soggetti che operano in paesi che non sono "passaportati" in Italia.

Il Relatore sottolinea come questo sia un punto importante in quanto ha avuto modo di verificare che in operazioni di cartolarizzazione del NPLs lo schema dell'OICR che, tendenzialmente poteva essere una buona soluzione, poneva dei problemi di questo tipo, proprio alla luce della giurisprudenza della sentenza della Corte di Cassazione in materia di operazioni *conduit*.

Un ulteriore punto che il Professor Annunziata ha evidenziato nel corso della sua relazione, concerne la revisione delle regole di "*derecognition*" dei *bad loans* nelle banche, nell'ipotesi in cui si utilizza lo schema degli OICR, ad esempio per dismettere crediti in sofferenza, che meriterebbe di essere riconsiderato nel dibattito sulla situazione pandemica.

Infine, il Relatore auspica che vengano chiarite meglio le linee di confine dei sub-settori, al fine di agevolare la distinzione tra OICR in senso proprio, OICR che investono in titoli di debito, e attività di *lending* di OICR chiusi che erogano credito in varie forme alle imprese partecipate o ad imprese in cui intendono assumere una partecipazione.

Il legame tra l'OICR di credito e il mercato secondario degli NPLs è peraltro chiaramente evocato nel Rapporto dell'*High Level Forum* sulla *Capital Markets Union* che, precisa il Relatore, è stato ormai diffuso

qualche mese fa, in epoca non sospetta, rispetto alle ultime proposte che arrivano tra l'altro dalla stessa Banca Centrale Europea sulla creazione della *bad bank* per la gestione degli NPLs.

### 3. Il dibattito.

Concluse le relazioni introduttive grazie alle quali, spiega la Professor Andrea Zoppini, è stata fornita una ricostruzione dettagliata del fenomeno in esame e tracciato quello che sarà l'ambito del dibattito, il Professore prima procedere all'apertura dello stesso, prosegue soffermandosi su un concetto emerso nel corso degli interventi svolti, ossia l'assenza di una connotazione necessariamente negativa ascrivibile al fenomeno in esame. Le ragioni di tale assenza, precisa il Professore, vanno ricercate certamente nel fatto che l'attività oggetto di analisi risulti pienamente regolata e pertanto regolare, ciò tuttavia, non comporta, come ci ricorda il Professore, che l'interrogativo sotteso rimanga quello inerente l'idoneità delle regole presenti e la loro efficacia.

Concluse queste brevi considerazioni, il Professor Zoppini cede la parola per il primo intervento che è quello della **Dott.ssa Tiziana Togna**, Vice Direttore Generale e Responsabile della Divisione Intermediari della Consob, la quale inizia il suo intervento cercando di chiarire che cosa si intenda con la locuzione *shadow banking* e cosa intorno a tale concetto si sia sviluppato in termine di preconcetti.

La Dott.ssa Togna riferisce quindi che il *Financial Stability Board* ha definito lo *shadow banking* “*come ogni forma di intermediazione creditizia che coinvolge entità o attività in parte o completamente al di fuori del sistema bancario tradizionale*” e sulla base di tale inquadramento si è posto il problema di fare in modo che i rischi connessi a tale attività fossero ben conosciuti e che si evitassero arbitraggi regolamentari.

Da qui, prosegue la Relatrice, si è avvertita la necessità nel tempo di regolare in maniera non troppo vincolante alcune attività di *shadow banking* che fino a quel momento erano rimaste non regolate.

Per tali ragioni, chiarisce la Dott.ssa Togna, sono seguite delle iniziative, prima a livello europeo e poi di riflesso in ambito nazionale, che hanno avuto l'obiettivo, da un lato di non togliere opportunità rispetto a forme di intermediazione che potevano essere utili agli investitori e al sistema stesso e dall'altro quello di regolare al fine di ridurre l'impatto che potevano derivare da shock come quelli generati dal caso Lehman Brothers.

La Relatrice precisa quindi che, accanto a questa prima fase, si sono accompagnati dei rischi che non derivavano dall'utilizzazione di canali di intermediazione alternativi a quelli bancari, se bene dai sistemi bancari, riferendosi in particolare ai rischi del deterioramento della qualità del credito, degli NPLs e quindi della necessità di dare un sostegno al sistema bancario al fine di ridurre gli NPLs e poi più avanti UTP.

All'interno di questo percorso nel quale il sistema è ancora immerso, ha proseguito la Dott.ssa Togna, è possibile individuare una serie di opportunità che sono state meglio delineate ed in parte regolamentate ma al contempo, si riscontrano alcuni momenti di incertezza nella regolamentazione.

Rispetto all'opportunità di affiancare ai canali tradizionali dei canali alternativi, precisa la Relatrice, certamente vi è il mondo dei mini bond, il mondo delle nuove forme di organismo di investimento collettivi in parte addirittura incentivati dal legislatore europeo e in parte regolati a livello più domestico che europeo come gli OICR di credito con tutti gli effetti di disallineamento.

Tutto questo ovviamente è stato realizzato con un duplice obiettivo, da un lato quello di realizzare forme di raccolta che in qualche modo aiutassero a disintermediare il sistema bancario, sebbene lo stesso risulti coinvolto all'interno di queste operazioni, e dall'altro quello di aumentare la partecipazione della clientela retail a queste forme di finanziamento cercando di mantenere inalterato la protezione.

La Dott.ssa Togna fornisce quindi un dato dimensionale dei mondi in esame, ed in particolare, con riferimento ai mini bond, dati della Banca d'Italia al 31 dicembre 2019, risultano investiti in OICR di diritto italiano che investono in mini bond, 12 operatori attivi, 18 fondi, circa 1,5 di masse, invece l'investimento prevalentemente in credito, risultano 17 operatori, 26 fondi e circa 2,1 miliardi di masse. Somme importanti ma non così significative come si vorrebbe realizzare, sottolinea la Relatrice.

L'intervento della Dott.ssa Togna prosegue quindi interrogandosi se un eventuale riconoscimento di questi OICR anche a livello europeo, non possa consentire una diffusione più generalizzata degli stessi e meno vincolata.

Certamente, precisa la Relatrice, in Italia si sono fatte delle scelte specifiche, in particolare gli OICR di credito vedono la diffusione di investitori professionali. È prevista la possibilità di coinvolgimento della clientela retail ma solo a certe condizioni.



Al momento, chiarisce la Dottoressa, la Consob non ha avuto modo di constatare un interesse da parte dei gestori in tal senso, probabilmente in quanto non è ancora presente la necessaria maturità per la sottoscrizione da parte degli investitori. Questo avviene in quanto, ogni volta che si consente la partecipazione di un investitore, soprattutto retail, ad investimenti che hanno per loro natura carattere di liquidità o devono prevedere un periodo di detenzione che non prevede la liquidabilità a richiesta, ciò comporta un impegno molto importante da parte del soggetto che suggerisce questo fondo nella identificazione del cliente adatto e anche dell'ammontare dell'investimento che può essere vincolato.

Tuttavia, specifica la Relatrice, a livello nazionale vi sono state sotto questo profilo iniziative molto interessanti, quali ad esempio i *peer*, i *peer alternative*, che hanno cercato anche con il sostegno della tassazione agevolata di far avvicinare i clienti retail al mondo oggetto del presente webinar.

È comunque evidente, prosegue la Dott.ssa Togna, che l'esperienza del nostro Paese, che comunque vede un'alta percentuale del risparmio in mano alla clientela retail che non è detenuta nella forma dei fondi pensione, assicurazione, delle quote dei fondi, ma che è detenuta come risparmio amministrato, pone un grande problema riguardo al coinvolgimento della clientela retail.

Da qui, precisa la Relatrice, la vera sfida per il futuro è certamente quella di lavorare per far in modo che anche la clientela retail possa accedere a tale mondo.

Al riguardo, ricorda la Relatrice, vi sono delle iniziative presentate dal MEF per ridurre i vincoli alla sottoscrizione di questi tipi di fondi, ma certamente, prosegue la Dott.ssa Togna, i soggetti più adatti per sottoscrivere questo tipo di prodotti sono investitori che abbiano caratteristiche di professionalità, di capacità e di conoscenza dei rischi più elevate di quello che può essere un investitore retail.

Questo soprattutto laddove questi fondi non si limitino più a comprare e ad investire in titoli di debito ma fanno erogazione di credito ovvero fanno ristrutturazione di debito.

Ossia, spiega la Relatrice, le più avanzate forme di intervento di fondi alternative oggi vedono i gestori di OTP, ciò vuol dire che la capacità di questi investitori e di queste SGR deve riguardare il merito del credito, lavorando in maniera simmetrica rispetto a quello che è richiesto nel sistema bancario.

Ma d'altro canto, precisa la Dottoressa, ai sottoscrittori di queste quote non sono garantite forme di tutela analoghe a quelle dei depositanti e quindi se la clientela retail venisse avvicinata a queste forme di investimento sarebbe necessario avere ben chiaro i rischi che questa si assume.

D'altro canto, ricorda la Dottoressa Togna, lo stesso Presidente della Repubblica, alla Giornata del Risparmio, ha fatto presente che il risparmio è un valore che deve essere utilizzato per contribuire agli investimenti, ma al contempo, il Presidente ha rappresentato che deve essere adeguatamente utilizzato.

Pertanto, da ciò si può evincere come anche in questo senso ci sia molta sensibilità anche da parte delle Autorità di vigilanza all'apertura a queste forme di investimento nei confronti della clientela retail ma con le giuste cautele che per questi investimenti devono essere adottate.

Il dibattito prosegue con l'intervento della **Dottor Fabrizio Pagani**, Global Head of Economics and Capital Market Strategy in Muzinich&Co che preliminarmente chiarisce di preferire alla locuzione *shadow banking*, quella di "Finanza per la crescita", in quanto in inglese *shadow banking* è troppo vicino alla parola "*shady*". Il Dott. Pagani precisa quindi che nel corso della sua presentazione cercherà di tracciare, in senso figurato, l'incrocio di tre direttrici rappresentative di alcune questioni molto importanti e fondamentali in tema di politica economica.

Il primo tema che il Relatore affronta, concerne la questione bancaria. Le banche si trovano a dover alleggerire l'impatto sul capitale dei prestiti che erogano e soprattutto dei prestiti rivolti alle PMI, in applicazione delle nuove regole di Basilea.

Tale fenomeno, spiega il Dott. Pagani, non è ancora evidente in Italia, come invece lo è in altri paesi europei e negli Stati Uniti dove è rinvenibile una crescente riluttanza delle banche a prestare alle imprese soprattutto se medio piccole.

Il Dott. Pagani prosegue quindi tracciando la seconda direttrice dell'incrocio virtuale esposto in premessa, precisando che si tratta delle imprese e cioè di chi riceve il finanziamento.

A tal riguardo, il Relatore chiarisce di voler affrontare un discorso più ampio sull'Italia, spiegando che a suo avviso le imprese italiane hanno la capacità di trovare mercati internazionali e di entrare anche in profondità nei mercati dove sono già presenti, avendo peraltro buoni prodotti. Hanno inoltre la capacità di rinnovare le offerte e di essere, soprattutto in certi settori, molto innovative.

Esse però, ad avviso del Dott. Pagani, hanno due problemi fondamentali e cioè, un problema di governance e un problema di capitale di fondi propri e di finanziamento più in generale.

Queste due questioni, continua il Relatore, sono legate sostanzialmente alla taglia e al banco centrifugo del sistema.

Il Dott. Pagani prosegue il suo intervento ricordando alcune delle iniziative poste in essere durante il periodo in cui ha svolto il ruolo di Capo della Segreteria Tecnica del Ministro dell'economia e delle finanze Pier Carlo Padoan, volte a spingere il sistema produttivo italiano verso forme complementari più che alternative al sistema bancario italiano, quali ad esempio i fondi di Private Equity, in altri casi i fondi di debito.

Tuttavia, sottolinea il Relatore, tutte le iniziative poste in essere fino ad ora hanno sempre avuto come soggetto centrale l'investitore professionale.

Non solo perché l'investitore professionale fornisce il capitale o il finanziamento necessario all'impresa, con delle peculiarità che la banca non riesce a fare, ma anche perché lo scrutinio che l'investitore professionale che sia italiano o straniero fornisce, è di natura più penetrante, più robusta, e quindi più stimolante per l'impresa.

Ad avviso del Relatore se un'impresa, invece di rivolgersi alla banca, ha un investitore internazionale nel proprio capitale o come proprio finanziatore ci guadagna, anche se può avere qualche scrutinio in più, ma certamente è più stimolata in termini di competitività e di produttività dell'azienda.

Il Dott. Pagani traccia quindi la terza direttrice del triplice incrocio, ed è quella del risparmio.

Il Relatore ricorda che il tema è stato già affrontato nell'intervento della Dott.ssa Togna, e precisa che anche su tale aspetto sono state poste in essere alcune iniziative interessanti che avevano come obiettivo di canalizzato verso l'economia reale il grande risparmio delle famiglie italiane,

Il Relatore precisa altresì di averci provato attraverso i c.d. "peer 1 tradizionali", anche se il risultato di tale iniziativa è stato un po' limitato.

Il Dott. Pagani prosegue sottolineando come l'attuale Governo abbia introdotto i c.d. "peer alternativi" che, a suo avviso sono un ottimo istituto, anche se stentano a prendere campo per varie ragioni.

Infine, il Relatore lancia una provocazione, rivolgendo un quesito alla Dott.ssa Togna.

In particolare, il Dott. Pagani pone l'interrogativo se non sussista una questione di equità, poiché sempre più spesso si parla di protezione del risparmiatore. In particolare si è chiesto se sia corretto che si consenta a chi è abbiente o molto abbiente di avere accesso a forme di risparmio che hanno alti rendimenti, come possono essere quelle del private equity, e invece all'investitore deve poter accedere soltanto a forme molto limitate di investimento alternativo, che sostanzialmente non hanno rendimento.

Infine il Dott. Pagani conclude il suo intervento toccando brevemente alcuni punti ed in particolare, per quanto concerne gli OICR, a suo avviso è corretto che questi non si debbano sottoporre a tutte le regole a cui sono sottoposte le banche, però è altrettanto vero che i fondi di credito non hanno accesso al finanziamento della Banca Centrale Europea. Sottolineando come questa sia una differenza fondamentale perché le banche hanno sostanzialmente denaro sottocosto e possono ancora avere guadagno sui prestiti, cosa che invece per i fondi di credito non è possibile.

Infine il Relatore ricorda che la Banca Centrale Europea ha lanciato dei "warnings" piuttosto importanti negli ultimi giorni, ricordando che probabilmente assisteremo ad una nuova ondata di NPLs, di *bad loans*, di sofferenze.

Ciò, ad avviso del Dott. Pagani, potrà essere un'ulteriore spinta all'utilizzo di fondi alternativi di finanziamento, che siano i fondi di credito, i fondi di *private equity*, i fondi di *parallel landing* che presteranno unitamente alle banche.

Il terzo intervento è quello dell'**Avvocato Patrizio Messina**, Partner dello Studio Legale Orrick, che preliminarmente rivolge la sua attenzione a tre temi emersi nel corso del webinar, ed in particolare al riferimento che il Prof. Zoppini ha fatto nella sua introduzione all'articolo dell'*Economist*, in quanto, spiega l'Avvocato Messina, quell'articolo nasce dall'approvazione della *Capital Market Union*, ed è proprio in tale momento che le parole *shadow banking* hanno assunto un concetto e una funzionalità diversa, da cui è emerso un nuovo dibattito costruttivo, attorno al fenomeno in esame.

Con riferimento al tema dei mini bond, trattato dalla Dott.ssa Togna, dal Prof. Annunziata e dal Dott. Pagani, l'Avvocato ricorda che la legge sui mini bond italiana funziona molto bene e ha prodotto circa 20 miliardi in otto anni. Certamente, precisa l'Avvocato Messina potrebbe funzionare meglio, ma il fatto che funzioni bene lo dimostra che è stata copiata in Spagna ed è stata portata in Africa con il supporto della Banca Mondiale. Sicuramente si potrebbe fare di più, ma probabilmente sarebbe necessario sviluppare la cultura dei mini bond e della finanza alternativa.

Il terzo tema che rapidamente l'Avvocato ha trattato, si riferisce ad un aspetto affrontato nell'intervento di Fabrizio Pagani, ed in particolare alla Finanza per la crescita. L'Avvocato Messina chiarisce di essere

totalmente d'accordo con il fatto che questa sia finanza alternativa per la crescita, a cui si potrebbe aggiungere un sottotitolo, definendola "Finanza alternativa per la crescita delle PMI".

Passando ai tre concetti che l'Avvocato Messina ha affrontato nel suo intervento, il primo concerne la *Capital Market Union*, precisando che quello di cui si dibatte, come ricordato dal Prof. Annunziata, nasce dalla Commissione nel 2015, quando la *Capital Market Union* doveva essere il modo e la prospettiva per dare la finanza alternativa alle piccole e medie imprese.

In piena pandemia, ricorda l'Avvocato Messina, la Commissione licenzia i lavori e a giugno del 2020 scrive un programma rivolto agli Stati, nel quale testualmente è previsto di "incentivare la partecipazione finanziaria e trasformare il risparmiatore in investitore".

A tal riguardo l'Avvocato Messina precisa quindi la necessità di dover comprendere come aprire alla finanza alternativa utilizzando il risparmio degli investitori sofisticati ed anche, con le dovute tutele, quello degli investitori retail.

Inoltre, aggiunge il Relatore, sulla *Capital Market Union* nasce la possibilità di investire magari non soltanto cluster, in quanto vi sono degli esperti di *marketplace* che fanno il *marketplace* da un punto di vista operativo. In Italia tuttavia, ricorda l'Avvocato Messina, *marketplace* vuol dire soltanto investire in cluster, in un insieme di aziende, ancora non si può investire in un'unica azienda.

L'azienda non può fare pubblicità per avere finanza alternativa.

Il secondo tema che il Relatore ha trattato riguarda il "Single investments". Qualche settimana fa è stato emanato il Regolamento sul crowdfunding che entrerà in vigore il prossimo anno, che per la prima volta, in maniera molto chiara, parla del *Single investments*, consentendo di effettuare crowdfunding, cioè mettere in piattaforma, anche la singola società che può ricevere il finanziamento.

Ciò, spiega l'Avvocato Messina, se da un punto di vista quantitativo è limitato, mette in evidenza in un regolamento europeo il *Single investments*. Ciò ha un importante rilievo giuridico in quanto può facilitare l'interpretazione della rigidità del TUB con riferimento all'esercizio dell'attività finanziaria. A tal riguardo, ricorda il Relatore, che la Cassazione ha dato un'interpretazione dell'esercizio dell'attività finanziaria ancora più stretto da un punto di vista soggettivo.

Il Regolamento del crowdfunding, sottolinea l'Avvocato, è molto aperto e si auspica che trattandosi di un regolamento *self executing* possa dare nuovo impulso al mercato.

L'ultimo punto che l'Avvocato Messina ha trattato riguarda un'*international practice*. Il Relatore spiega che sia il Regno Unito che la Francia danno la possibilità agli investitori di entrare nella singolarità dell'investimento, a determinate condizioni.

Il Regno Unito in maniera più declinata e con delle piattaforme dove c'è l'investimento e l'investitore/risparmiatore può entrare nel dettaglio dell'investimento.

Il Relatore auspica che questa *international practice* possa portare, con l'aiuto e il supporto della Commissione, ad una applicazione un po' più ampia della finanza alternativa.

La finanza alternativa che, conclude l'Avvocato Messina, è ovviamente essenziale per risolvere anche la nostra crisi sistemica.

Il dibattito prosegue con l'intervento della **Dottoressa Camilla Cionini Visani**, Direttore Generale di ItaliaFintech, il cui intervento si è concentrato su alcuni dati empirici, rilevati da ItaliaFintech in qualità di associazione che riunisce le principali società italiane del Fintech, durante i primi mesi della pandemia.

La Dottoressa Cionini Visani preliminarmente ricorda che in tempi non molto lontani il settore del FinTech italiano era un settore in ritardo rispetto ai trend globali (v. Stati Uniti, Inghilterra).

L'anno in corso è invece un anno in cui si riscontra una forte dinamicità in termini di nuove realtà che si affacciano al mercato, in termini di crescita di fatturato e di aziende che hanno superato il milione di euro di fatturato.

Tuttavia, precisa la Relatrice, c'è ancora un gap dal punto di vista degli investimenti, soprattutto nelle *venture capital* e nelle prime fasi delle start up, meno nelle aziende FinTech che sono in uno stato più avanzato di sviluppo.

Questo, chiarisce la Dottoressa, è lo scenario attuale.

Per quanto concerne l'oggetto del webinar odierno, la Relatrice ha ricordato tre tendenze.

La prima riguarda i dati di lending che sono stati erogati e il numero di aziende che sono state supportate dalle aziende FinTech dell'associazione in questi mesi da quando hanno iniziato ad operare.

In particolare ricorda la Dottoressa i dati forniti riguardano gli associati che sono attivi nel segmento del *lending* e del *capital market*, quindi di erogato, quello che tradizionalmente in gergo bancario viene chiamato medio-lungo termine.

Nei primi 9 mesi dell'anno, sono stati mesi di grandissima crescita, da un punto di vista di prestiti di bond emessi, è stato superato il miliardo di erogato con una crescita di 4.5 volte rispetto al periodo precedente. Dato ancor più rilevante, ad avviso della Relatrice, è il numero di imprese che sono state servite da soluzioni FinTech, che ha raggiunto quasi 4000 aziende. Si tratta di una crescita di oltre sei volte e molte di queste aziende sono aziende che per la prima volta si affacciano a strumenti FinTech, quindi a piattaforme di prestiti piuttosto che di mini bond.

Un ulteriore dato interessante è che il volume totale dell'erogato dalle aziende FinTech dell'associazione, da quando tali aziende sono state costituite ad oggi, è circa 1.700.000.000 di euro, per un totale di quasi 6000 aziende servite.

Con riferimento al secondo punto, la Relatrice condivide una tendenza osservata in questi mesi, ovvero l'affacciarsi di nuovi attori FinTech in un segmento di mercato che è quello delle PMI che, come precisato dal Dott. Pagani, è un segmento di mercato che sarà sempre meno servito dal mondo dei servizi finanziari tradizionali.

A tal riguardo, prosegue la Relatrice, che in questi mesi un numero molto importante di nuovi attori FinTech che dal punto di vista regolamentare sono inquadrati o come banche o come 106 del TUB, hanno fatto della mission di servire le PMI, attraverso modelli FinTech, il loro core business.

Tali nuovi attori riescono a fare ciò in quanto hanno modelli di distribuzione più leggeri e diversi rispetto ai modelli tradizionali, non hanno legacy di struttura e di cultura ed integrano all'interno delle loro piattaforme di valutazione del merito di credito e di rating, modalità che sfruttano sistemi di intelligenza artificiale forniti da altre FinTech che collaborano per lavorare e valutare il merito di credito in modo diverso, più evoluto.

Ciò, precisa la Dottoressa, consente di concedere quei finanziamenti e quei numeri illustrati in precedenza.

Un'ultima tendenza che la Dottoressa ha condiviso riguarda l'accelerazione della collaborazione, avvenuta in questi mesi, tra FinTech ed *incumbent*. Sicuramente la forzata digitalizzazione imposta dalla pandemia ha spinto anche il mondo dell'*incumbent* ad accelerare la richiesta e la necessità di modificare i propri processi di business e questo, a sua volta, ha accelerato la contaminazione tra FinTech ed *incumbent*.

Ciò, precisa la Relatrice, è un'ottima notizia sia per gli *incumbent* che per le aziende FinTech poiché la natura delle FinTech è una natura assolutamente complementare e di nicchia che ben si sposa con un modello più universale che è quello di una banca tradizionale.

In conclusione, precisa la Dottoressa Cionini Visani, al netto delle tre tendenze che ha esposto, si può affermare che il FinTech può dare un contributo molto rilevante sia agli utenti finali, perché vedono delle nuove soluzioni ed opportunità, sia come acceleratore di innovazione per altri attori.

Pertanto, se adeguatamente supportato anche con misure a livello istituzionale, il FinTech può dare un contributo importante sia all'economia reale sia in termini di digitalizzazione ed innovazione di cui in Italia oggi si sente parlare molto.

Il Professor Zoppini riprende quindi la parola e, prima di introdurre il successivo intervento ricorda un dato, recentemente messo in rilievo in un articolo dell'*Economist*, dal quale emerge che il Covid-19 è stato qualificato come un rilevante acceleratore di fenomeni sociali ed economici, producendo effetti in termini di trasferimento digitale attesi in 2/5 anni.

Il dibattito quindi segue con l'intervento del **Professor Valerio Lemma**, Professore Ordinario di Diritto dell'economia dell'Università degli Studi Guglielmo Marconi, il quale facendo riferimento a quanto appena esposto dal Professor Zoppini, precisa che a suo avviso l'articolo dell'*Economist* probabilmente si riferiva ad una realtà ambientale ben più progredita della nostra, chiarendo che la pandemia in Italia ha fatto fare un salto in avanti di dieci anni anche in termini di rapporti con le Autorità di vigilanza, ma tuttavia occorre evidenziare come si tratti di un'accelerazione che non sempre ha fatto il bene delle dinamiche evolutive, in quanto, da un lato il PEPP, ossia il Programma di acquisto messo in atto dalla BCE, e dall'altro i decreti emergenziali adottati dal Governo, hanno esercitato una forma di pressione sulle banche che a loro volta hanno proiettato queste ultime, alla fine di un meccanismo di intervento pubblico dell'economia, che forse travalica l'originario ruolo di imprenditori privati che era stato attribuito a questi enti creditizi.

In realtà, prosegue il Relatore, la pressione delle banche oggi sembra ridurre il suo spazio operativo sulla base di due tendenze.

La prima dovuta all'ampliamento delle politiche monetarie, le quali tuttavia soggiacciono ai parametri di vigilanza prudenziale e quindi sembra quasi che le banche debbano interagire con i creditori più sicuri, offrendo loro credito a basso costo ancorché munito di garanzia dello Stato, per cui alle banche dovrebbe residuare quella fetta del mercato creditizio contraddistinta da bassi rischi e bassi rendimenti.

Ciò, precisa il Professore, amplia lo spazio dello *shadow banking system* o come viene definito oggi, il mercato dell'intermediazione non bancaria, secondo l'ultima definizione del *Financial Stability Board*, in quanto in questo sistema transitano beni, rischi e rendimenti, per effetto di quelle dinamiche illustrate dal Prof. Filippo Annunziata nel suo intervento, o comunque per effetto di piattaforme finanziarie che veicolano verso soggetti in deficit l'offerta di crediti da parte di soggetti in surplus, che sono disposti ad accettare in qualche modo rendimenti elevati in cambio di rischi non compatibili con il sistema della vigilanza prudenziale implementato dagli ultimi accordi di Basilea.

Il Professor Lemma chiarisce inoltre che, a dire il vero, nell'ambito dell'OICR, quello che si constata con il Covid è che si salta una delle basi tipiche dello *shadow banking* ossia quella di *warehousing*, in quanto lo stock di portafogli di crediti si origina direttamente nel patrimonio di un OICR che emette strumenti finanziari pronti a circolare nei *conduits* dello *shadow banking* e quindi a dare di veicolo in veicolo, cambiando la loro qualità, la loro *duration*, la loro *maturity*, magari facendo anche un po' di leva al fine di cogliere le opportunità inesprese degli investitori, cioè addivenendo ad una combinazione di rischi e rendimento adeguata ad essere offerta sui mercati internazionali.

Da qui appunto, ricorda il Professore, il dubbio cui faceva riferimento prima, in merito al fatto che le risorse impiegate siano risorse di matrice straniera.

Tali considerazioni, spiega il Professor Lemma, hanno proiettato la sua riflessione verso l'osservazione delle dinamiche segnate dalla tecnologia e dall'innovazione regolamentare e finanziaria.

Utile a tal riguardo far menzione del ruolo delle big tech che proprio a seguito dell'emergenza sanitaria si proiettano quale finanziatore dei soggetti che a vario titolo accedono alle loro piattaforme, e ciò, ricorda il Professore, come sarà possibile leggere in un suo scritto, dubita del fatto che l'attività dei big tech possa rimanere nella pur legittima eccezione di cui all'art. 3 del decreto ministeriale del MEF che declina l'attività di concessione finanziamento, nell'eccezione prevista per il c.d. credito di filiera.

Infatti, spiega il Professore, l'accelerazione a cui tu faceva cenno il Professor Zoppini, proietta tutta gli strumenti finanziari dello *shadow banking* verso la possibilità di avere una qualità digitale e quindi dei *crypto assets* che fanno riferimento direttamente a crediti sottostanti, laddove la recente innovazione legata alla proposta della Commissione europea di creare un *Market for crypto asset* e cioè un mercato degli strumenti finanziari con qualità e caratteristiche digitali, sembra dare contenuto a quello che sin ora era il c.d. *market based financing* molto opaco dello *shadow banking*.

Pertanto, prosegue il Relatore, oggi abbiamo dei crediti che si originano direttamente in veicoli idonei ad emettere strumenti finanziari. L'innovazione tecnologica proietta questi strumenti finanziari verso mercati di nuovo tipo e se ci sarà, come sembra stia avvenendo, l'innovazione regolamentare di un nuovo mercato dedicato ai *crypto assets*, si potrà dire che lo *shadow banking* stia trovando una piena legittimazione all'interno di un contesto regolamentare europeo che in quanto tale potrebbe in qualche modo legittimare e rendere visibile tutta un'operatività alternativa a quella delle banche.

Cosa ne residua? Si interroga il Professor Lemma, purtroppo solo una triste considerazione, che la pressione concorrenziale verso gli enti creditizi sembra essere molto forte e quindi forse il Covid darà un'accelerazione del ruolo delle banche.

In conclusione quindi, spiega il Relatore, sembra che ci sarà sempre più *shadow banking* e sempre meno *banking*, in ragione delle condizioni di mercato a cui può essere esercitato quest'ultimo.

L'ultimo intervento è quello del **Dott. Ignazio Rocco di Torrepadula, Founder e CEO di Credimi S.p.A.**, il quale ha portato nel dibattito l'esperienza di un operatore FinTech nei confronti della regolazione, raccontando un piccolo parallelo tra Credimi S.p.A. e un'azienda molto simile, che si trova in Inghilterra, che si chiama Funding Circle.

Il Dott. Rocco di Torrepadula introduce quindi brevemente la sua azienda, chiarendo che si tratta di un intermediario finanziario iscritto all'albo, che eroga finanziamenti a piccole e piccolissime aziende, finanziandosi a sua volta non come un *marketplace* ma sul mercato dei capitali, con operazioni di cartolarizzazioni. L'azienda ha iniziato ad operare nel 2017, in quanto tutto il 2016 è stato finalizzato ad ottenere l'autorizzazione.

Il Relatore precisa quindi che il rilascio dell'autorizzazione ha comportato, non solo in Italia ma anche in tutta l'UE, un anno di lavoro, e un'istanza di circa 500 pagine.

Prima di poter iniziare ad operare sul mercato, ed anche ad avere il primo cliente, è stato necessario dimostrare con un piano a tre anni, la presenza di capitale sufficiente, non solo per partire ma anche per i successivi tre anni.

La società ha inoltre dovuto predisporre più di dieci politiche diverse di contro del rischio (rischio di credito, rischio di controllo operativo, rischio di cambio, rischi finanziari, rischi di liquidità), un Internal Auditing, ed avere i bilanci certificati.

È stato inoltre necessario, prosegue il Relatore, un *Risk appetite framework*, avere un collegio sindacale con dei requisiti molto severi e un presidente indipendente.

Tutto ciò, spiega il Dottor Rocco di Torrepadula, è stato fatto prima di iniziare l'attività. Tant'è che mentre il capitale operativo necessario per partire sarebbe stato di 2/3 milioni, in realtà sono stati raccolti 8 milioni perché dovevano coprire i due anni successivi all'inizio dell'attività.

Funding Circle, racconta il Relatore, nello stesso anno in cui Credimi si lanciava sul mercato operava già da sette anni in Inghilterra. Mentre i volumi di Credimi erano pari a zero, i volumi di Funding Circle erano pari ad 1 miliardo e mezzo di sterline, erano prossimi alla quotazione e avevano già servito migliaia di clienti. In particolare, sottolinea il Relatore, operavano senza un'autorizzazione, o meglio con un'autorizzazione provvisoria di FCI.

Pertanto, spiega il Dott. Rocco di Torrepadula, operando in Inghilterra, Funding Circle aveva posto in essere circa il 10-20% delle iniziative ed attività che sono state descritte per ottenere l'autorizzazione in Italia.

Funding Circle, nel 2017, ha ottenuto la sua licenza definitiva dopo sette anni di attività. L'anno dopo si è quotata in borsa.

Il Relatore spiega quindi di aver voluto svolgere questo parallelo tra le due società per richiamare l'attenzione sul fatto che ci sono due effetti della regolazione.

Un primo effetto è quello di controllo dei rischi naturalmente e di salvaguardia della stabilità.

Tuttavia, precisa il Relatore, la regolazione ha un impatto estremamente forte sulla concorrenza e sulla possibilità di fare innovazione.

Spesso, prosegue il Dott. Rocco di Torrepadula, in questi eventi si sento parlare di arbitraggio regolamentare e ciò crea una certa amarezza in chi ha dedicato veramente risorse gigantesche al rispetto di tutte le norme, in quanto, a suo avviso, almeno nell'UE l'arbitraggio regolamentare sostanzialmente è impossibile o perlomeno nel caso della società che lui rappresenta, l'arbitraggio si risolve in un fortissimo vantaggio degli operatori esistenti, in quanto viene imposto lo stesso tipo di normativa e di investimenti regolamentari ad operatori di dimensioni molto diverse, disattendendo completamente il principio della proporzionalità.

Il Relatore continua il suo intervento, indicando che molto raramente, quando si affrontano questi temi, sente parlare dell'impatto sulla concorrenza.

Le giovani aziende FinTech, sono in realtà aziende che operano quasi sempre senza alcuna trasformazione delle scadenze. Sono possedute dagli stessi operatori per cui nessuno di questi si assumerebbe un rischio liquidità non perché siano più etici ma perché l'azienda è di loro proprietà per cui fanno benissimo quasi tutti che un rischio liquidità significa un rischio letale.

Le aziende FinTech costruite in questo modo, prosegue il Relatore, portano nel sistema un elemento di diversità, di spinta alla concorrenza e di crescita che è di enorme importanza e che funge anche da lepre che permette poi ai grandi operatori di apprendere innovazioni e di incorporare innovazioni.

Questa funzione è una funzione che dovrebbe essere al centro dell'azione del regolatore, tuttavia, spiega il Relatore, a suo avviso, viene interpretata in un modo più attivo in Gran Bretagna, dove infatti ogni anno l'industria FinTech genera solo a Londra 10.000 posti di lavoro.

Il Relatore prosegue ricordando come i dati forniti dalla Dottoressa Camilla Cionini Visani sono importanti perché mostrano un fatto che è poco noto, in quanto se si aggiunge al miliardo e otto citato dalla Dottoressa, l'ulteriore miliardo e mezzo di erogazioni FinTech nel mondo del factoring, si arriva a più di tre miliardi erogati, che mettono l'Italia largamente in testa alle classifiche rispetto a tutto il resto dell'UE.

Ciò deriva dal fatto che, spiega il Dott. Rocco di Torrepadula, che in Italia esiste un tessuto di piccole imprese che ha fatto sì che nascessero grazie allo spontaneo senso imprenditoriale italiano, tante iniziative che si rivolgono a queste aziende.

Il Relatore prosegue infine precisando che il rischio che vede è che questa imprenditorialità ed innovazione, non venga lasciata libera di fare il suo corso e di sviluppare un mercato in cui l'Italia è al vertice, dedicandosi invece a regolare dei rischi che in buona misura ancora non ci sono senza considerare l'altro lato della medaglia che è quello della crescita e della concorrenza.

Prima di concludere il webinar, il Professor Zoppini lascia nuovamente la parola alla Dottoressa Togna, per poter rispondere alle numerose sollecitazioni che le sono state rivolte nel corso del dibattito.

La Dottoressa Togna preliminarmente si sofferma su quanto osservato dal Dottor Fabrizio Pagani, spiegando come, anche a suo avviso, sia corretto dare l'opportunità di poter partecipare ad investimenti profittevoli anche a soggetti che non hanno patrimoni rilevanti.

La Dottoressa, al riguardo, ricorda ai presenti, come questo sia uno dei problemi che ha portato la Consob, insieme alla Banca d'Italia, a fare una proposta di rivisitazione dei limiti per la sottoscrizione di investimenti alternativi da parte di clientela retail. Oggi tale importo è stato fissato ad € 500.000, grazie all'analisi svolta della regolamentazione nei diversi paesi per cercare di realizzare una calibrazione maggiormente adeguata tra l'esigenza di tutela e l'esigenza di fornire opportunità.

D'altro canto, prosegue la Relatrice, secondo il suo punto di vista è importante sottolineare come anche a livello comunitario, nella disciplina Mifid 2, che è la disciplina che in qualche modo caratterizza la definizione di clienti retail, si è cercato di introdurre una nuova categoria di investitori retail, cioè l'investitore un retail un pochino più sofisticato, per cercare di uscire dal meccanismo quantitativo, dal meccanismo della concentrazione, che certamente sono meccanismi importanti ma che, ad avviso di Consob, rischiano di ignorare l'aspetto della personalizzazione dell'investimento.

Quindi, sottolinea la Dottoressa Togna, c'è molta sensibilità rispetto a questo tema, anche se bisogna essere coscienti del fatto che, tenuto conto dell'attuale distribuzione del patrimonio amministrato, esiste una polverizzazione delle disponibilità oggi investite in strumenti finanziari.

Cioè, spiega la Relatrice, è presente un altissimo numero di investitori che detengono patrimoni amministrati sotto i 50.000 euro, chiarendo altresì che quelli a cui fa riferimento sono gli investiti in strumenti finanziari e non la ricchezza degli italiani, ossia i conti correnti e altre forme.

L'idea quindi, precisa la Dottoressa Togna, è quella di far transitare questi soggetti verso tali forme d'investimento, leggermente più rischiose, attraverso quelle categorie che il Dottor Pagani ha ricordato nel suo intervento, dei *peer*, dei *peer alternative* con il tema delle concentrazioni.

Insomma, spiega ancora la Relatrice, l'obiettivo è quello di condurre gli investitori retail su quella strada in modo meno avventuroso, al fine di evitare che si brucino queste forme d'investimento, com'è successo nel passato per i fondi immobiliari.

Quindi, sottolinea la Dottoressa, questo è sicuramente un tema su cui riflettere proprio per valorizzare il principio della finanza alternativa per la crescita.

La Dottoressa Togna prosegue il suo intervento soffermandosi su alcune considerazioni svolte dall'Avvocato Patrizio Messina sul tema del crowdfunding.

Il crowdfunding, prosegue la Relatrice, anche sul mondo lending è certamente un ulteriore passo avanti che si è fatto a livello europeo, sulla scia dell'esperienza italiana sul crowdfunding azionario, sul quale il nostro paese è stato il primo ad avere una disciplina, grazie all'aiuto del MEF.

Il crowdfunding inizialmente ha avuto numerosi vincoli, ma piano piano questi sono stati allentati scongiurando di bruciare queste nuove piattaforme per realizzare finanza alternativa.

Infine, conclude la Dottoressa, l'ultimo punto sul quale svolgere alcune riflessioni attiene alle considerazioni svolte dal Dottor Ignazio Rocco di Torrepadula, ed in particolare, su quanto sia stata lunga l'istruttoria per la società che rappresenta rispetto a quello che accade in altri mondi.

A tal riguardo, spiega la Relatrice, è necessario lavorare molto su un'altra iniziativa che a livello nazionale è stata già messa in pista, che è quella dei *sandbox*, le quali sono state già riconosciute anche a livello europeo. Tale esperienza è ben rappresentata nel mondo UK e dove è stato creato un ambiente per far fare sperimentazione, prima di andare ad applicare pienamente le regole che sono a governo di un'intermediazione.

A tal riguardo, chiarisce la Dottoressa Togna, il mondo dei *sandbox*, con i presidi ma anche con la garanzia di poter avere una istruttoria più veloce e conseguentemente la possibilità di poter sperimentare, per lavorare sul mondo del FinTech, *crypto assets* e tutto quello che c'è dietro, diventa assolutamente essenziale.

A tali temi, conclude la Relatrice, la Consob è molto interessata soprattutto perché gli operatori vanno più velocemente dei regolatori e quindi i regolatori devono accelerare il passo.

Il Professor Zoppini quindi conclude il webinar ricordando come si possa ritenere fisiologico che le Autorità di regolazione del mercato seguano temporalmente con la propria regolazione le evoluzioni del mercato stesso, posto che quest'ultimo è per sua natura qualificabile come un fatto dinamico.

Chiaramente, prosegue il Professore, la regolazione del fenomeno in oggetto deve essere necessariamente volta alla tutela della certezza, della sicurezza e della fiducia, senza tuttavia sottovalutare il necessario equilibrio e bilanciamento degli interessi in gioco.