

Data di pubblicazione: 5 novembre 2025

GIUSEPPE DESIDERIO*

La disintermediazione delle banche: itinerari normativi ed evoluzione

ABSTRACT: L'articolo percorre l'iter evolutivo del disegno normativo inteso a ridurre la centralità delle banche nel sistema finanziario, che si è indicato come disintermediazione delle banche. L'itinerario, premesso un cenno al progetto di *digital euro*, con riferimento all'esercizio del credito, passa per le aperture pur limitate della riserva considerando, tra gli altri, le SIM, il microcredito, i confidi, le imprese di assicurazione, Imel e istituti di pagamento insieme a fenomeni di confine come il *venture debt* e la sua prossimità sostanziale al *venture capital*. Si passa poi a considerare, tra gli altri, il *crowdfunding lending-based*, disciplinato da regolamento UE insieme al servizio di gestione individuale di portafogli di crediti, quest'ultimo ricco di criticità non rimosse dalla disciplina. Anche i servizi di pagamento sono

* Professore Associato in Diritto dell'economia presso il Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope".

rilevati come tappa significativa della disintermediazione tanto più che, con il PISA *framework*, si è ampliata la nozione stessa di pagamento. Anche la raccolta del risparmio presenta forme di disintermediazione a cominciare dai servizi di bancoposta, ai veicoli di cartolarizzazione, fino allo *shadow banking system*, che il diritto UE ha scelto di governare disciplinandone alcuni segmenti. In questo quadro viene infine collocata la proiezione della banca nel futuro digitale aperto dal FinTech, il che pone la questione dei limiti rappresentati dalle attività connesse e strumentali delle banche, non trattato nella disciplina UE e invece meritevole di grande attenzione proprio in prospettiva futura.

The article traces the regulatory evolution aimed at reducing the centrality of banks within the financial system, a process commonly referred to as bank disintermediation. After a preliminary reference to the digital euro project, particularly in relation to credit provision, the analysis explores the partial openings in the banking monopoly, considering actors such as investment firms (SIM), microcredit institutions, mutual guarantee societies (confidi), insurance companies, electronic money institutions (EMIs), and payment institutions, as well as borderline phenomena such as venture debt and its substantive proximity to venture capital. Attention is then given to lending-based crowdfunding, regulated at the EU level, and to the individual credit portfolio management service, which remains fraught with unresolved regulatory issues. Payment services are also identified as a significant stage in the disintermediation process, especially in light of

the PISA framework, which has broadened the very notion of payment. The analysis further considers forms of disintermediation in savings collection, ranging from postal banking services to securitization vehicles and the shadow banking system, the latter being partially regulated under EU law. Within this framework, the article finally addresses the projection of banking into the digital future shaped by FinTech, raising the issue of the limits imposed by the notions of ancillary and instrumental activities, which remain unaddressed in EU legislation but deserve close attention in view of future developments.

PAROLE CHIAVE: Disintermediazione delle banche, digital euro, *crowdfunding lending-based*, servizi di pagamento, servizio di gestione individuale di portafogli di crediti, forme di disintermediazione nella raccolta del risparmio, FinTech.

KEYWORDS: Bank disintermediation, digital euro, *crowdfunding lending-based*, payment services, individual credit portfolio management service, forms of disintermediation in savings collection, Fintech.

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. La banca come fattispecie – 3. Un cenno al digital euro – 4. La disintermediazione delle banche dal lato dell'esercizio del credito – 5. Analogie funzionali tra venture capital e venture debt – 6. OICR di credito – 7. Il crowdfunding lending-based – 8. Il servizio di gestione individuale di portafogli di crediti – 9. Piattaforme e supply chain –

10. Forme alternative di finanziamento (pubblico) e COVID19 – 11. Buy now, pay later – 12. La disintermediazione delle banche nei servizi di pagamento ... – 13. (segue): ... e il PISA Framework – 14. Disintermediazione delle banche dal lato della raccolta – 15. Un cenno allo shadow banking system – 16. Banking e funzione di cassa – 17. Itinerari di sviluppo futuro delle banche: pagamenti, tecnologia e piattaforme – 18. Vincoli legati al perimetro delle attività connesse e strumentali

1. Premessa

La ricorrenza di un anniversario – quello dei 30 anni dall’emanazione del T.U. bancario – costituisce un’occasione per riflettere sul fenomeno della c.d. “disintermediazione” delle banche, che va di pari passo con l’analisi dell’evoluzione dell’attività bancaria nei trent’anni di vigenza del Testo Unico bancario. Infatti, l’evoluzione della disciplina di settore è caratterizzata proprio dall’essersi moltiplicati i regimi normativi che hanno consentito a soggetti diversi dalle banche di operare in concorrenza con esse – ciò che qui si intende per disintermediazione – in attuazione di quello che non può non essere un preciso obbiettivo del legislatore europeo.

Preliminarmente pare necessario richiamare, la – qui ritenuta ineludibile – premessa giuspositivistica, in base alla quale il diritto non descrive che cosa la banca fa, bensì prescrive che cosa può fare ovvero vieta ciò che questa

impresa non può fare e, ancora, il diritto non coglie l'essenza, nel caso dell'attività bancaria, ma ne definisce il regime giuridico.

Certo, l'osservatore giuridico può estendere la propria indagine ai profili di coerenza del regime giuridico con gli obiettivi che questo si prefigge, per individuare quali siano le condizioni e quali possano essere gli effetti di convivenza del regime dell'attività bancaria (riservato alle banche) con quello di altre imprese. E in effetti, è proprio questo il contesto nel quale le vicende delle banche, viste nella prospettiva giuridica, si sono sviluppate nel trentennio considerato, come a dire che l'evoluzione dell'attività bancaria può seguirsi proprio nelle fasi dei regimi giuridici che hanno consentito fenomeni di disintermediazione delle banche.

Vale in proposito citare un aforisma, che può sembrare provocatorio ma è comunque interessante ai fini del discorso che proverò a sviluppare. «*Banking is necessary, but Banks are not*», che sul web viene attribuito a Bill Gates, noto fondatore della Microsoft¹, che lo avrebbe pronunciato nel 1994. Per vero, fonti scritte la danno per pronunciata (almeno anche) qualche anno dopo, cioè nel 1998, da Dick Kovacevic, Chairman e CEO della Northwest Bank statunitense². La lettura di questo aforisma, per vero, si

¹ Ad es. v., sul sito "The Banker", l'articolo di Liz Lumley, *Banks are necessary, bank building are not* (<https://www.thebanker.com/Banks-are-necessary-bank-buildings-are-not-1693380586?saveConsentPreferences=succes>).

² Così riportato nell'intervista di J. NOCERA, *'Banking Is Necessary - Banks Are Not' Why has banking become less and less important to America? Let us count the ways*, in *Fortune Magazine*, Maggio 1998. Le sue parole sono riportate anche da B. MCLEAN, *Is This Guy The Best Banker In America? Dick Kovacevich turned Norwest into a financial powerhouse with diversification, salesmanship, and teamwork. Now the Wells Fargo merger will give him one of banking's best brands*.

presta a letture diverse in base alle possibili intenzioni dei locutori. Per Gates, probabilmente, l'aforisma allude alla circostanza che la banca non è quella presso cui si va, allo sportello, cioè non è più quella che sta dove ci si aspetta che sia, potendo cioè essere immaginata e colta nella sua dimensione digitale mentre più articolata è la genesi dell'affermazione per Kovacevic sulla quale si tornerà più avanti.

Riprendendo il tema, il tema dell'evoluzione dell'attività bancaria può quindi essere ripercorsa come storia della disintermediazione delle banche da parte di imprese diverse da queste.

2. La banca come fattispecie

Ovviamente va ancora premesso che si fa qui riferimento alla banca, cioè all'ente creditizio di cui all'art. 4 CRR, par. 1), n. 1), lett. a), che per comodità possiamo indicare come “ente creditizio tradizionale” (quello che raccoglie depositi e concede finanziamenti), visto che non è più il solo tipo di ente creditizio noto all'ordinamento UE, essendo state incluse nella nozione anche le imprese di investimento “grandi” che prestano i servizi di investimento che implicano l'impegno del patrimonio dell'impresa (negoziazione per conto proprio e collocamento con impegno irrevocabile nei

Can he make it work?, in *Fortune Magazine*, Luglio 1998 (reperibile in rete: <https://money.cnn.com/magazines/fortune/fortunearchive/1998/07/06/244842/index.htm>)

confronti dell'emittente)³. Lo si osserva per inciso: si dà, in effetti, l'opportunità che anche l'ordinamento UE possa recepire il *nomen* di banca, nel caso, come *species* del *genus* ente creditizio, così da ristabilire un minimo di ordine lessicale.

L'attività della banca viene qui intesa come fattispecie: la filosofia analitica del diritto ha messo a fuoco la distinzione tra una parte referenziale di un

³ Infatti, l'art. 4, par. 1, n. 1), lett. a), reg. (UE) n. 575/2013 definisce gli enti creditizi, richia-mando (con replica della formula presente fin dalla I dir. bancaria n. 77/780/CEE), per la raccolta, l'attività consistente nel «ricevere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico» e, per l'esercizio del credito, l'attività consistente nel «concedere crediti per proprio conto» (sulla corrispondenza di questi termini conf. R. COSTI, *L'ordinamento bancario*⁵, Bologna, 2012, 203). La novità risiede nella circostanza che è stato aggiunto all'art. 4, par. 1, n. 1) del regolamento anche la lett. b), per cui sotto la stessa nozione di ente creditizio risulta oggi compresa anche quelle imprese che svolgono «una qualsiasi delle attività di cui all'allegato I, sezione A, punti 3) e 6), della direttiva 2014/65/UE [...]», cioè le attività di «negoiazione per conto proprio» e «assunzione a fermo di strumenti finanziari e/o collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile» previste dalla dir. 2014/65/UE (cd. MiFID2, che disciplina, insieme ai mercati e agli strumenti finanziari, anche le imprese di investimento: per il diritto nazionale v. art. 1, comma 5, lett. a) e c), t.u.f.) quando il valore totale delle attività consolidate dell'impresa o del gruppo di cui fa parte è pari o superiore a 30 miliardi di EUR. Quindi oggi la nozione di ente creditizio implica il riferimento a imprese «grandi» operanti nel settore finanziario, aventi cioè rilevanza sistemica, avendo perso la connotazione legata all'attività esercitata: sul punto di veda A. BROZZETTI, *La legislazione bancaria europea – Le revisioni del 2019-2020*, Milano, 2020, p. 34, la quale osserva opportunamente che non sia casuale la scelta della soglia dimensionale di 30 miliardi di euro, considerato che essa corrisponde a quella indicata dall'art. 6, par. 4, comma 2, lett. i), Reg. (UE) 1024/2013 (sul Meccanismo unico di vigilanza) al fine di classificare gli enti creditizi tra quelli «*more significant*» e quindi assoggettarli alla vigilanza centralizzata della BCE. È infine da osservare che il legislatore nazionale, con una scelta condivisibile, ha preferito non ibridare la nozione di attività bancaria (e di banca) e quindi ha introdotto la nozione di «Sim di classe 1» (art. 1, comma 1, lett. e-bis), t.u.f.; laddove la Sim, acronimo di società di intermediazione mobiliare, è l'impresa di investimento con sede legale e direzione generale in Italia) corrispondente all'ante creditizio di cui all'art. 4, par. 1, n. 1), lett. b), Reg. (UE) 575/2013.

enunciato prescrittivo, che si riferisce ad un fatto, un evento, uno stato di cose ("frastico") - che è neutro, e può essere comune anche ad enunciati conoscitivi -, ed una parte non-referenziale, modale ("neustico"), che determina la funzione dell'enunciato. Il neustico indica se il fatto, l'evento, lo stato di cose è pensato come esistente (neustico conoscitivo) o come dovuto (neustico prescrittivo), quest'ultimo ricorrente nel discorso giuridico⁴.

3. Un cenno al digital euro

Viene quindi in rilievo il contenuto dell'attività bancaria: il binomio – di *two legs* parla l'EBA nella sua “*Opinion*” sulla definizione di ente creditizio⁵ – cioè le sue componenti di raccolta di depositi e altri fondi rimborsabili, da un lato, e, dall'altro, concessione di finanziamenti per proprio conto (per inciso, indicando opportunità sulle quali ci sarebbe da discutere, come

⁴ Si prende a prestito la nota terminologia coniata da R.M. HARE, *The Language of Morals*, Oxford, 1952, 18.

⁵ EBA, Opinion of the European Banking Authority on elements of the definition of credit institution under Article 4(1), point 1, letter (a) of Regulation (EU) No 575/2013 and on aspects of the scope of the authorization, 18 settembre 2020 (EBA/OP/2020/15). Questa *Opinion* si pone in continuità con la precedente “Opinion of the European Banking Authority on matters relating to the perimeter of credit institutions”, 27 novembre 2014 (EBA/Op/2014/12).

in particolare con riguardo alla auspicata precisazione circa non occasionalità raccolta)⁶

Ma ancora prima viene in rilievo la materia prima di queste attività: il danaro, e già qui si pone il primo tema di una possibile e non irrilevante disintermediazione. Si tratta del *digital* euro. Non è necessario affrontare in questa sede questioni di vertice di natura economica sulla natura della moneta [in alcune proposte della letteratura economica concepite alla stregua di «tecnologia sociale»⁷] o giuridica sulla la differenza tra valuta (nozione tendenzialmente più ampia) e moneta (più ristretta e per la quale potrebbe richiamarsi la nozione di “fondi” per vero non definita dal TUB ma dalla dir. 2015/2366 sui servizi di pagamento e, quindi, dall’art. 1, comma 1, lett. m), d.lgs. n. 11/2010)⁸ o sulla la base giuridica per l'emissione di *digital* euro

⁶ Non è questa la sede per dare conto degli argomenti che, in funzione anche della messa a fuoco dei fenomeni di abusivismo, consigliano, contrariamente a quanto auspicato dall'EBA, di ritenere il “carattere di impresa” predicato dall’art. 1°, comma 1, 2° periodo, TUB a proposito dell’attività bancaria, come proprio del solo esercizio congiunto della raccolta del risparmio tra il pubblico e l’esercizio del credito: sia consentito rinviare sul punto a G. DESIDERIO, *L’attività bancaria – Fattispecie e disciplina*, Milano, 2004, 33 ss.

⁷ Così definite da G. BOSI, *Digital Euro e dintorni*, in *Banca Impr. Soc.*, 2022, fasc. 2, 225, testo e nota 16, il quale richiama, tra le altre, la proposta di abolizione del denaro e la teorizzazione “banche a operatività limitata” (Laurence Kotlikoff) o forme di *neo-narrow banking* (John Kay). Peraltro, i depositi presso la BCE con tassi negativi – o costi del deposito – potrebbero costituire strumenti per disincentivare l’uso improduttivo del danaro, il che parrebbe dare un’idea abbastanza precisa di una “tecnologia sociale”. Per una riflessione sul più ampio profilo della moneta vedi C. HOFFMANN, *The changing Concept of Money: A Threat to the Monetary System or an Opportunity for the Financial Sector*, in *European Business Organization L. Rev.*, vol. 21, 2020, 37 ss.

⁸ G. BOSI, *op. cit.*, pp. 219 ss., in part. pp. 230 ss. Si segnala, peraltro, che è in pista un pacchetto composto da una proposta di direttiva relativa ai servizi di pagamento e ai servizi di moneta elettronica nel mercato interno (COM(2023) 366 final) e una proposta

da parte della BCE allo stato del diritto UE vigente: comunque, il considerando (8) e l'art. 4, par. 1, della proposta di regolamento relativo all'istituzione dell'euro digitale [COM(2023) 369 final 2023/0212, inclusa nella proposta di *Digital Euro Package*] danno la questione per risolta⁹. Qui sembra sufficiente rilevare che, se e quando sarà introdotto l'euro digitale e nella misura in cui costituirà una passività presso la BCE “detenuta” da soggetti privati, non potrà non aversi un proporzionale effetto di disintermediazione delle banche, a favore della BCE, perlomeno sotto il profilo della gestione del danaro¹⁰.

di regolamento relativo ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica il regolamento (UE) n. 1093/210 (COM(2013) 367 final): ebbene tale pacchetto estende la definizione di fondi a tutte le forme di moneta di banca centrale emesse per l'uso al dettaglio (banconote, monete e valuta digitale di banca centrale).

⁹ Nella Relazione alla proposta (par. 2) si fa riferimento, quale base giuridica del Regolamento, all'art. 133 TFUE (secondo cui «[f]atte salve le attribuzioni della Banca centrale europea, il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria, stabiliscono le misure necessarie per l'utilizzo dell'euro come moneta unica. Tali misure sono adottate previa consultazione della Banca centrale europea») nonché agli artt. 5, par. 3, TUE e 3, par. 1, TFUE, onde escludere che sia applicabile nella specie il principio di sussidiarietà. Prima della proposta e con specifico riferimento alle competenze della BCE, G. BOSI, *op. cit.*, pp. 237 ss., aveva richiamato l'art. 127, par. 2, TFUE e, in alternativa, gli artt. 17 o 22 SEBC.

¹⁰ Va rilevato come meriti ulteriore approfondimento e adeguata sistemazione il dato normativo per cui, nel quadro giuridico instaurato dalla proposta di regolamento sull'euro digitale, da un lato, si dispone «[l]'euro digitale è una passività diretta della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali nei confronti degli utenti dell'euro digitale» (art. 4, par. 2) e dall'altro che «[g]li utenti dell'euro digitale non hanno alcun rapporto contrattuale con la Banca centrale europea o le banche centrali nazionali» (art. 13, par. 6, 2° periodo). Sulle riflessioni svolte quale prodromo all'introduzione del euro digitale v. E. URBINATI e altri, *A digital euro: a contribution to the discussion on technical design choices*, *Questioni Istituzionali*, n. 10, Luglio 2021, Banca d'Italia, dove, tra l'altro, si esplora l'ipotesi di una integrazione tra una piattaforma *account-based* ed una *LDT-based*.

Intimamente connesso con il precedente è il tema delle valute virtuali, che però qui non viene trattato, per la sua autonomia e ampiezza¹¹. Certo è che, comunque, l'utilizzo di crypto-asset – che possono essere impiegati come valore per lo scambio, se non si vuol dire per pagamento – costituisce un fenomeno che ha una circolazione sottratta al circuito finanziario “ordinario” e quindi anche alle banche. Qualche passo avanti con riguardo ai *money token* nei sistemi di pagamento è stato già fatto e ne farò cenno più avanti.

4. La disintermediazione delle banche dal lato dell'esercizio del credito

Tornando al profilo dell'attività, sembra di poter osservare che il fenomeno della disintermediazione delle banche non è certo nuovo e per una ragione primaria, vale a dire che è l'ordinamento, prima nazionale e poi della UE, ad aver definito regimi normativi (e nel tempo sempre più numerosi), prevalentemente di riserva di attività, che consentono a operatori diversi dalle banche di svolgere “parti” dell'attività loro riservata, consen-

¹¹ Per i riferimenti normativi, si ricorda che al momento il reg. (UE) 2022/858, sul regime pilota per le infrastrutture di mercato basate su tecnologia DLT riguarda i crypto-asset riconducibili alla nozione di strumento finanziario e quindi lasciano fuori la questione delle crypto-valute. Per converso il reg. (UE) 2023/1114 (c.d. “MiCAR”) all'art. 3, par. 1, n. 7, definisce il token di moneta elettronica come «un tipo di cripto-attività che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento al valore di una valuta ufficiale» e lo equipara alla moneta elettronica: così l'art. 48, par. 2, reg. (UE) 2023/1114.

tendone appunto la disintermediazione. Nella prospettiva del diritto europeo è evidente l'impronta pro-concorrenziale di questo approccio pluralistico.

Si procede quindi a passare brevemente in rassegna le attività regolate che possono sortire questi effetti di disintermediazione delle banche.

Prendendo le mosse dalla prima “gamba” dell'attività bancaria, l'esercizio del credito, per dirla con la terminologia del Testo Unico, spazi di “concorrenza” sono stati creati sin dall'inizio con la previsione relativa agli intermediari finanziari *ex art.* 106 TUB, aventi uno spettro operativo progressivamente ridottosi alla sola attività di concessione di finanziamenti in qualsiasi forma¹².

In un catalogo non esaustivo, è poi stata la volta di:

- SIM, per le quali risulta inclusa nei servizi accessori anche la «[c]oncessione di crediti o prestiti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a uno o più strumenti finanziari, nella quale interviene l'impresa che concede il credito o il prestito» [Allegato I al TUF, sez. B - Servizi accessori, n. (2)];

¹² In principio l'attività riservata a questi intermediari finanziari era più ampia, facendosi riferimento a «[l]'esercizio nei confronti del pubblico delle attività di assunzione di partecipazioni, di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, di prestazione di servizi di pagamento e di intermediazione in cambi». Questi intermediari (comunque a fianco delle banche) sono particolarmente attivi nel comparto dei finanziamenti dietro cessione del quinto dello stipendio o della pensione: su queste operazioni v. comunicazione della Banca d'Italia, *Operazioni di finanziamento contro cessione del quinto o della pensione. Profili di rischio e linee di vigilanza*, 12 gennaio 2022, ove si rileva che diversi operatori adottano il modello cd. *originate-to-distribute*, in cui i crediti derivanti dai finanziamenti concessi sono periodicamente e sistematicamente ceduti *pro soluto* a terzi.

- Operatori di microcredito, la cui disciplina ha preso atto di un fenomeno tradizionalmente presente a livello locale (vedi casse peote, in Veneto, e casse di mutualità, in Campania), mediante una previsione derogatoria *ad hoc* inserita dapprima, nel 1999, come comma 6 dell'art. 155 TUB ("Soggetti operanti nel settore finanziario"), che definiva un ruolo ad esaurimento per le attività già presenti a livello locale; poi oggetto dell'art. 111, comma 7, TUB (come sostituito nel 2010)¹³, per quanto riguarda i finanziamenti (per la raccolta v. art. 112, comma 7, TUB);
- Confidi, cioè i soggetti che esercitano «l'attività di garanzia collettiva dei fidi e i servizi a essa connessi», cui sono dedicati l'art. 112, commi 1-6, TUB (articolo significativamente rubricato, a partire dal 2010, «Altri soggetti operanti nell'attività di concessione di finanziamenti»¹⁴ nonché dall'art. 13 d.l. 30 settembre 2003, n. 269, convertito dalla legge 24 novembre 2003, n. 326¹⁵.

¹³ Più precisamente l'art. 11 TUB, originariamente dedicato alla cancellazione degli intermediari finanziari dall'elenco generale, è stato sostituito dall'art. 7 d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, come modificato dall'art. 16, d.lgs. 14 dicembre 2010, n. 218 e dall'art. 3, comma 1, lett. da e) a i), d.lgs. 19 settembre 2012, n. 169.

¹⁴ Più precisamente l'art. 112 TUB, originariamente dedicato alle comunicazioni del collegio sindacale degli intermediari finanziari, è stato sostituito con la nuova rubrica dall'art. 7 d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141, come modificato dall'art. 3, comma 1, lett. l) e m), d.lgs. 19 settembre 2012, n. 169.

¹⁵ Secondo le definizioni recate dall'art. 15, comma 1, i «confidi», cioè i soggetti che possono esercitare tale attività sono «i consorzi con attività esterna nonché quelli di garanzia collettiva dei fidi tra liberi professionisti, anche non organizzati in ordini o collegi, secondo quanto stabilito dall'articolo 1, comma 2, della legge 14 gennaio 2013, n. 4, le società cooperative, le società consortili per azioni, a responsabilità limitata o cooperative, che svolgono l'attività di garanzia collettiva dei fidi» e «per "attività di garanzia collettiva dei fidi", l'utilizzazione di risorse provenienti in tutto o in parte dalle imprese consorziate

- Imprese di assicurazione, le quali a norma dell'art. 38, comma 2, cod. ass., sono abilitate ad includere, pur con limiti, negli attivi a copertura delle riserve tecniche «i finanziamenti concessi nei confronti di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle microimprese»¹⁶;

o socie per la prestazione mutualistica e imprenditoriale di garanzie volte a favorirne il finanziamento da parte delle banche e degli altri soggetti operanti nel settore finanziario. Dalla stessa disposizione vengono altresì definiti i «confidi di secondo grado», i confidi «costituiti dai confidi ed eventualmente da imprese consorziate o socie di questi ultimi o da altre imprese». Che poi il rilascio di garanzie rientri nell'operatività tipica della banca lo si desume testualmente dall'inclusione di tale attività nel novero delle attività soggette a mutuo riconoscimento (art. 1, comma 2, lett. f), n. 6, TUB).

¹⁶ Oltre ai dettagliati limiti, quantitativi e qualitativi, posti dalla disciplina regolamentare [IVASS, provv. n. 22 del 21 ottobre 2014, che ha apportato modifiche ed integrazioni al regolamento ISVAP n. 36 del 31 gennaio 2011, introducendo, in part., l'art. 8-*bis*)], lo stesso art. 38, comma 2, cod. ass., con le lett. da a) a c), pone dei criteri cui l'IVASS deve attenersi nella definizione di condizioni e limiti operativi, prescrivendo in particolare che «a) i prenditori dei finanziamenti siano individuati da una banca o da un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'articolo 106 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni; b) la banca o l'intermediario finanziario di cui alla lettera a) trattienga un interesse economico nell'operazione, pari ad almeno il 5 per cento del finanziamento concesso, trasferibile anche a un'altra banca o intermediario finanziario, fino alla scadenza dell'operazione; c) il sistema dei controlli interni e gestione dei rischi dell'impresa sia adeguato e consenta di comprendere a pieno i rischi, in particolare di credito, connessi a tale categoria di attivi; d) l'impresa sia dotata di un adeguato livello di patrimonializzazione; l'esercizio autonomo dell'attività di individuazione dei prenditori da parte dell'assicuratore, in deroga ai criteri di cui alle lettere a) e b), è sottoposto ad autorizzazione dell'IVASS¹». Inoltre, ai sensi dell'art. 5, comma 2-*bis*, l. n. 130/1999, «[i] titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di cui all'articolo 1, anche non destinati ad essere negoziati in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione e anche privi di valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi, costituiscono attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione ai sensi dell'articolo 38 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 [...]».

- Emittenti di carte di credito *revolving* ¹⁷;
- Istituti di moneta elettronica (IMEL), che possono concedere finanziamenti relativi ai servizi di pagamento prestati (anche non connessi con la moneta elettronica) purché entro i limiti indicati nelle disposizioni di vigilanza applicabili ¹⁸;
- Istituti di pagamento, che possono concedere credito nei limiti fissati dalla Banca d'Italia *ex art. 114-octies*, comma 1, lett. *a*), e comma 2 (per le carte di credito), TUB.

5. Analogie funzionali tra venture capital e venture debt

Indirettamente credo che possa richiamarsi anche l'articolato comparto finanziario cui comunemente ci si riferisce indicandolo come il settore dei

¹⁷ Vedi in proposito i recenti Orientamenti della Banca d'Italia del 19 aprile 2023, sul credito *revolving*, ivi compreso quello legato alle carte con rimborso "non a saldo", che evidentemente configura un finanziamento.

¹⁸ Tali limiti sono definiti dalla Banca d'Italia con le "Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica" del 17 maggio 2016, poi modificate dal provv. 2 novembre 2022, dove al Cap. IV, sez. I, par. 3, è previsto che «a) il finanziamento è accessorio e concesso esclusivamente in relazione all'esecuzione di un'operazione di pagamento; per assicurare il rispetto di questa condizione, gli istituti adottano sistemi e procedure per monitorare i finanziamenti secondo quanto previsto dal Capitolo VI, Allegato A, paragrafo 2; b) il finanziamento è di breve durata, non superiore a dodici mesi. Può essere di durata superiore a 12 mesi il finanziamento concesso in relazione ai pagamenti effettuati con carta di credito; c) il finanziamento non è concesso utilizzando fondi ricevuti o detenuti ai fini dell'esecuzione di un'operazione di pagamento; d) a fronte del rischio di credito derivante da tali finanziamenti, gli istituti sono tenuti a mantenere la dotazione patrimoniale minima stabilita nel Capitolo V (commisurata al volume dei pagamenti e compresa, a seconda delle fasce, tra il 4% e lo 0,25%)».

fondi di *private equity*, con un sintagma che non è utilizzato dalla disciplina vigente ma che – come avverte Filippo Annunziata¹⁹ – è riconducibile alla sfera della gestione collettiva del risparmio e, segnatamente, degli OICR chiusi. In questo settore possono annoverarsi i fondi europei per il *venture capital* - EuVECA, regolati dal reg. (UE) n. 345/2013, i quali, *ex art.* 3, lett. b), possono nei limiti del 30% del patrimonio investire in “strumenti” rappresentati da «prestiti garantiti o non garantiti concessi dal fondo [...]», mentre il 70% deve essere investito in «strumenti rappresentativi di equity o quasi-equity» cioè, *ex art.* 3, lett. h), «qualsiasi tipo di strumento finanziario che rappresenti una combinazione di equity e debito, il cui rendimento dell'investimento è legato agli utili o alle perdite dell'impresa di portafoglio ammissibile e il cui rimborso in caso di default non è pienamente garantito». Insomma, questi fondi possono utilizzare credito o forme ibride di credito, anche se non mi pare che abbiano avuto gran fortuna.

Dopo un paio d'anni, sono stati introdotti e disciplinati dal reg. (UE) 2015/760 i fondi di investimento europei a lungo termine – ELTIF. Il 20 marzo 2023 si è concluso l'*iter* di adozione del regolamento di modifica [reg. (UE) 2023/606, c.d. ELTIF 2.0] che, tra l'altro, amplia le attività ammissibili estendendole agli strumenti di debito e prevede l'eliminazione della soglia minima di euro 10 milioni per investimento in attività reali, così da rendere più flessibili e appetibili questi fondi che non avevano trovato un accoglimento particolarmente convinto (a ottobre 2021 attività

¹⁹ F. ANNUNZIATA, *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane*, in *Analisi giuridica econom.*, fasc. 1-2, 2021, 207 ss., ove ulteriori riferimenti.

nette gestite per euro 2,4 mld in EU)²⁰. A ben vedere possono essere inclusi in questa rassegna anche i FIA immobiliari che concedono immobili in *leasing*, posto che quest'ultimo può certamente considerarsi una forma di finanziamento (cfr. art. 1, comma 2, lett. *f*), n. 3, TUB).

In questa stessa logica può farsi un cenno agli strumenti finanziari partecipativi che possono essere emessi dalle società per azioni ai sensi degli artt. 2346, 6° comma, e 2351, 5° comma, c.c., c.d. SFP (figura nominata ma non tipizzata)²¹ o ad altri strumenti contrattuali di importazione come il SAFE (*Simple Agreement for Future Equity*, congegnato dall'acceleratore di *start-up* Y Combinator in California)²² o il KISS (*Keep it Simple Security*)²³,

²⁰ Dati tratti Bruxelles Relazione della Commissione al Parlamento Europeo e al Consiglio sul funzionamento del quadro relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF), COM(2021) 738 final, 25.11.2021, 3.

Si consideri che, allo stato, gli ELTIF sono i soli fondi alternativi cui è riconosciuto un regime armonizzato nell'UE tale da permetterne la distribuzione transfrontaliera tanto ad investitori professionali che al dettaglio.

²¹ Su questi strumenti vedi, tra molti, R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società – Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Milano, 2006, vol. 1, 727 ss.; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, il quale fa riferimento anche agli "strumenti finanziari quasi-obbligazionari" ex art. 2411, 3° comma, c.c. e al loro rapporto con quelli emessi ex art. 2436, 6° comma, c.c. (che definisce "ibridi partecipativi"), pp. 10 ss.; A. COLAVOLPE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2010, 17 ss.

²² I testi contrattuali, introdotti a fine 2013, di questo strumento ibrido che non è pienamente di debito e neppure di equity, ma che si converte in capitale automaticamente, in occasione del successivo round di finanziamenti ovvero in presenza di altre circostanze previamente indicate, sono disponibili su <https://www.ycombinator.com>.

²³ A quanto consta, il KISS è stato introdotto dalla *venture capital firm* "500 Startups Incubator L.L.C.", (ora insieme con le altre società del gruppo note come "500 Global"), così da identificare documenti contrattuali (*term sheet*) "*open source*" da utilizzare per finanziare con particolari strumenti convertibili le *start up*.

utilizzati appunto dai fondi di *private equity*. Vedi anche il “finanziamento convertendo”: strumento definito di “quasi-equity” e previsto dal d.m. MISE 1° ottobre 2020 per essere utilizzato da CDP Venture Capital Sgr (del gruppo Cassa Depositi e Prestiti), che presenta qualche analogia con le *Convertible Note* o gli SFP convertibili. Dal punto di vista economico ha in effetti scarso rilievo se l'apporto finanziario ad una *start-up* innovativa abbia la natura giuridica di *equity* oppure di finanziamento, sicché strumenti del genere costituiscono non già qualcosa che si colloca all'interno della riserva bancaria (per quel che riguarda i finanziamenti) costituendo bensì una alternativa, cui pure si può ascrivere l'effetto potenziale di disintermediare le banche nei segmenti dell'*early capital* (*pre-seed capital*, quello dei *Business Angels*, e *seed capital*). Insomma, si tratta di strumenti che possono essere utilizzati da interlocutori delle imprese, soprattutto in fase di avvio, che sono alternativi rispetto alle banche e che probabilmente sono gli stessi che utilizzano nei confronti delle medesime *start-up* anche forme meno ibride di *venture debt*²⁴.

²⁴ Discorso in parte analogo potrebbe valere con riguardo a quello che è stato giustamente definito il *private equity* di Stato da A. SACCO GINEVRI, *Il private equity di Stato e il caso del «Patrimonio Rilancio»*, in *Analisi giuridica econom.*, fasc. 1-2, 2021, 93 ss.: nella specie la costituzione di un patrimonio destinato da parte di Cassa Depositi e Prestiti (in base agli artt. 26 e 27 d.l. n. 34/2020, c.d. Decreto Rilancio, e reg. MEF 3 febbraio 2021, n. 26) da investire in società per azioni con fatturato annuo consolidato superiore a euro 50 milioni a valere sul quale vengono emesse obbligazioni, poi «assistite dalla garanzia dello Stato, quale garanzia di ultima istanza» (art. 27, comma 8, d.l. n. 34/2020 e art. 38 reg. n. 26/2021), che costituiscono un'ipotesi peculiare di *funding* – quindi di finanziamento – di secondo grado per questa specifica forma di *private equity*.

6. OICR di credito

Tornando a fenomeni più strettamente pertinenti al profilo della riserva bancaria e, in parte, più recenti possono indicarsi gli OICR di credito, cui sono dedicati gli artt. 46-*bis* ss. TUF²⁵. In particolare, l'art. 46-*bis* dispone che «I FIA italiani possono investire in crediti, a valere sul proprio patrimonio, a favore di soggetti diversi da consumatori, nel rispetto delle norme del presente decreto e delle relative disposizioni attuative adottate ai sensi degli articoli 6, comma 1, e 39». Disciplina piuttosto scarna per i FIA di credito italiani²⁶, a differenza di quelli UE, per i quali la normativa secondaria si limita a stabilire il limite di indebitamento (30% del valore complessivo netto per i FIA chiusi non riservati e leva massima di 1,5 per i FIA riservati).

²⁵ Per la sequenza degli interventi normativi riguardanti gli OICR di credito v. E. GUFFANTI – P. SANNA, *La nuova disciplina dei fondi di credito*, in *Società*, 2017, fasc. 8-9, pp. 1008 ss. Per la disciplina regolamentare vedi Banca d'Italia, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio* - Provvedimento del 19 gennaio 2015 e ss. mm. e, in particolare, l'abilitazione di tutti gli OICR a investire in crediti: tit. V, sez. V, par. 1.

L'intento del legislatore UE ha mostrato di ritenere che «[i] fondi di investimento che erogano prestiti possano essere una fonte di finanziamento alternativo dell'economia reale»: così è formulato il considerando 13 della dir. (UE) 2024/927, recante la modifica delle direttive in materia di OICR e che dedica particolare attenzione ai FIA di credito, che proprio in funzione di promozione di questa operatività consente, fra l'altro, di concedere finanziamenti a tutti i FIA anche non specializzati e di concederli anche indirettamente, cioè attraverso un terzo o una società veicolo [cfr. il novellato art. 4, lett. ar), ii), dir. 2011/61/UE].

²⁶ Vedila in Banca d'Italia, Provvedimento del 19 gennaio 2015 (e ss.mm.ii.), che ha approvato il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, Tit. V, cap. III, sez. V, par. 6.3 (per i FIA *retail*) e sez. VI, par. 1 (per i FIA riservati). Per i FIA UE operanti in Italia vedi Tit. VI, cap. V, par. 2.

In proposito ci si limita qui a rilevare come l'eventuale dubbio circa l'esclusione dall'operatività in ordine ai crediti già esistenti verso consumatori andrebbe rimosso [considerato che i fondi comuni di investimento possono acquistare simili crediti da società di cartolarizzazione: cfr. art. 7, comma 1, lett. b), l. n. 130/1999], fermo restando che risulta inequivoco il divieto con riferimento ai crediti originati dall'OICR. Comunque, ai sensi dell'art. 46-*quater*, comma 1, TUF «*si applicano le disposizioni sulla trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti di cui al Titolo VI, Capi I e III, con esclusione dell'articolo 128-bis, e le disposizioni sulle sanzioni amministrative di cui al Titolo VIII, Capi V e VI, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, fermo restando quanto previsto dall'articolo 23, comma 4 del presente decreto*»: quindi è fuori discussione che si tratti di esercizio del credito (*rectius* concessione di finanziamenti in qualsiasi forma ex art. 106 TUB).

7. Il crowdfunding lending-based

Un altro e significativo episodio del percorso della disintermediazione delle banche è rappresentato dai c.d. *Marketplace lending*, cioè da quella modalità di concessione di finanziamenti mediante l'utilizzo di piattaforme digitali (numerosi sono le locuzioni che vengono in proposito utilizzate: *P2P lending, social lending, crowdfunding lending-based*). Invero, aveva dapprima

ottenuto rilevanza normativa nel nostro ordinamento il contiguo fenomeno dell'*equity crowdfunding*.²⁷ Il diritto UE ha dedicato alle diverse forme di *crowdfunding* il reg. (UE) 2020/1503, relativo ai «fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese», finalizzato a dare il “marchio EU” a questi operatori e a favorire l'attività transfrontaliera. Su questa disciplina vale spendere qualche considerazione di maggiore dettaglio, non senza ricordare che il diritto nazionale si è adeguato col d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30. Come chiaramente enunciato nel considerando n. 1, nel quadro normativo che viene definito, «Il crowdfunding rappresenta un tipo di intermediazione sempre più importante in cui il fornitore di servizi di crowdfunding, senza assumere a proprio titolo alcun rischio, gestisce una piattaforma digitale aperta al pubblico per realizzare o facilitare l'abbinamento tra potenziali investitori o erogatori di prestiti e imprese che cercano finanziamenti. Tali finanziamenti potrebbero assumere la forma di prestiti o di emissione di valori mobiliari o di altri strumenti ammessi a fini di crowdfunding. È opportuno pertanto includere nell'ambito di applicazione del presente regolamento sia il crowdfunding basato sul prestito sia il crowdfunding basato sull'investimento, dal momento che tali tipologie di crowdfunding possono essere strutturate come alternative di finanziamento compara-

²⁷ L'*equity crowdfunding* dapprima consentito alle sole *start-up* innovative poi per tutte le PMI in forma di S.r.l.: v. artt. 50-quinquies e 100-ter TUF e relativo regolamento Consob, adottato con del. n. 18592 del 26 giugno 2013. In proposito vedi A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. BORELLO, R. FERRETTI, F. LENOCI, E. MACCHIAVELLO, F. MATTASSOGLIO, F. PANISI, *Marketplace lending - Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, in *Quaderno Consob FinTech*, n. 5, luglio 2019.

bili». Questo approccio è in linea con la Risoluzione del Parlamento europeo del 2015 in cui lo stesso Parlamento esplicitamente (punto 21) «osserva che i canali di finanziamento tradizionali basati sulle banche spesso non sostengono le imprese innovative e le PMI; sottolinea che la mancanza di accesso ai finanziamenti per le PMI costituisce uno dei maggiori ostacoli alla crescita nell'UE; fa notare che, se le PMI continuano ad avere difficoltà nell'ottenere crediti bancari, sono necessarie alternative ai finanziamenti delle banche, in particolare mediante il miglioramento del contesto economico per il capitale di rischio, i prestiti tra privati (peer-to-peer), il collocamento privato, la cartolarizzazione dei prestiti alle PMI e la promozione del credito cooperativo;» e ancora (punto 47) «ritiene che l'Unione dei mercati dei capitali debba creare un contesto normativo appropriato che migliori l'accesso transfrontaliero alle informazioni sulle società in cerca di strutture di credito, di equity e quasi-equity, al fine di promuovere la crescita di modelli di finanziamento non bancario, tra cui il finanziamento collettivo e il prestito peer-to-peer; ritiene che la divulgazione di tali informazioni debba essere volontaria per le PMI; sottolinea che le norme sulla tutela degli investitori dovrebbero applicarsi nella stessa misura a tutti i modelli di finanziamento, indipendentemente dal fatto che facciano parte di modelli di finanziamento bancario o non bancario; ritiene che un tale contesto richieda anche una maggiore resilienza sistemica e la vigilanza degli intermediari finanziari di importanza sistemica al di fuori

del settore bancario»²⁸. Dunque, sono esclusi i consumatori, in quanto (come chiarito nella proposta) il loro accesso al credito è stato ritenuto sufficientemente presidiato dalla disciplina sul credito al consumo e, nel caso di prestiti finalizzati all'acquisto di immobili, tale attività rientra nell'ambito della direttiva sul credito immobiliare (dir. 2014/17/UE). Peraltro, il legislatore europeo – con l’emanazione della nuova dir. (UE) 2023/2225 sul credito al consumo (c.d. CCD II) – pare aver “consolidato” la possibilità di accordare tutela ai consumatori che accedono a crediti su piattaforme quando i loro gestori siano qualificabili come «creditori» o come «intermediari del credito» in base alla stessa CCRII, lasciando volutamente priva di copertura normativa attuale l’ipotesi in cui la piattaforma si limiti a facilitare l’incontro tra due consumatori, di cui uno in posizione di finanziato-consumatore e l’altro di finanziatore, ma senza essere creditore o intermediario del credito (sarebbe propriamente l’ipotesi di *peer to peer* – o P2P – *lending*) e, quindi, rinviando al novembre 2025 il momento per accordare eventuale attenzione normativa a questa ipotesi²⁹.

²⁸ Si tratta della Risoluzione del Parlamento europeo del 9 luglio 2015 su "Costruire un'Unione dei mercati dei capitali".

²⁹ Sul punto v. diffusamente E. GROSSULE, *Crowdfunding e credito al consumo. Spunti per una riflessione in attesa dell'adeguamento alla Direttiva 2023/2225*, in *Dialoghi dir. dell'economia*, Giugno 2024 (<https://www.diritto bancario.it/art/crowdfunding-e-credito-al-consumo-spunti-per-una-riflessione-in-attesa-dell'adeguamento-alla-direttiva-2023-2225/>), il quale, in particolare mette in rilievo come sul punto vi sia stato uno specifico ripensamento: infatti, la “Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai crediti al consumo” (COM/2021/347 final), presentata il 30 giugno 2021, all’art. 3, punto (4), definiva i “«servizi di credito tramite crowdfunding»: servizi forniti da una piattaforma di crowdfunding per facilitare la concessione di un credito al consumo”. Nella sua versione definitiva, invece, la nuova dir. (UE) 2023/2225 (che abroga la precedente dir.

In ogni caso, il fenomeno del *lending crowdfunding* è ovviamente una parte del *crowdfunding*, che – come si è visto – può anche avere ad oggetto strumenti di *equity*. Ma per quanto qui interessa, cioè l'essere veicolo di finanziamenti, la disciplina del reg. (UE) 2020/1503, integrata da una serie di regolamenti delegati e di attuazione³⁰, disciplina un tipo di intermediazione in cui il fornitore del servizio, come detto, senza assumere gli rischi in

2008/48/CE) non contiene più lo specifico riferimento ai servizi di credito tramite *crowdfunding* ed anzi definisce l'espressa esclusione dalla nozione di intermediario del credito della mera messa a disposizione della concessione di credito al consumo al di fuori dell'attività commerciale e professionale (cfr. considerando 18). Per converso, il considerando 93, pur riconoscendo l'opportunità che questa forma di accesso al credito sia aperta ai consumatori, rinvia ad un futuro prossimo l'ipotesi di un eventuale intervento, laddove art. 46, par. 2, dispone che «[e]ntro il 20 novembre 2025, la Commissione valuta la necessità di tutelare i consumatori che sottoscrivono prestiti e investono attraverso piattaforme di crowdfunding, quali definite all'articolo 2, paragrafo 1, lettera d), del regolamento (UE) 2020/1503, qualora tali piattaforme non agiscano in qualità di creditori o intermediari del credito ma facilitino la concessione di un credito fra consumatori».

³⁰ Si tratta dei seguenti regolamenti delegati e di attuazione, recanti tutti la data del 13 luglio 2022: reg. del. (UE) 2022/2111 (sugli obblighi in materia di conflitti di interesse); reg. del. (UE) 2022/2112 (sulla domanda di autorizzazione); reg. del. (UE) 2022/2113 (sugli scambi di informazioni tra le autorità); reg. del. (UE) 2022/2114 (sui test per la valutazione del profilo di rischio degli investitori non sofisticati); reg. del. (UE) 2022/2115 (sui metodi di calcolo dei tassi di *default* dei prestiti offerti sulla piattaforma); reg. del. (UE) 2022/2116 (sulle misure e procedure del piano di continuità operativa); reg. del. (UE) 2022/2117 (su requisiti e procedure per il trattamento dei reclami); reg. del. (UE) 2022/2118 (su valutazione del rischio, informazioni all'investitore procedure dei fondi a copertura dei rischi nella gestione individuale di portafogli di prestiti); reg. del. (UE) 2022/2119 (sul KIIS); reg. del. (UE) 2022/2120 (su dati, modelli e procedure per la comunicazione delle informazioni sui progetti finanziati); reg. esec. (UE) 2022/2121 (su formulari, modelli e procedure standard per lo scambio di informazioni tra le autorità competenti e l'ESMA); reg. esec. (UE) 2022/2122 (su formulari, modelli e procedure standard per lo scambio di informazioni tra le autorità competenti); reg. esec. (UE) 2022/2023 (su formulari, modelli e procedure standard per le notifiche all'ESMA delle prescrizioni nazionali concernenti comunicazioni di *marketing*).

proprio³¹, gestisce una piattaforma digitale aperta al pubblico per realizzare o facilitare l'abbinamento tra potenziali investitori in strumenti di debito o erogatori di prestito, da un lato, e imprese che cercano finanziamenti, dall'altro. La scelta regolatoria è stata quella di disciplinare insieme queste diverse tipologie di finanziamento (in senso economico) introducendo un regime armonizzato unico per entrambi.

Dunque, si fa posto ad un nuovo intermediario (ma quelli esistenti possono essere autorizzati: banche, IMEL etc.). Altro profilo di interesse è rappresentato dalla circostanza che l'accesso alle piattaforme dovrebbe essere consentito al pubblico, senza differenziazioni e quindi comprese le persone fisiche, come conferma il considerando n. 10, e si introducono (non se ne sentiva il bisogno) le nuove nozioni di “investitore sofisticato” e “non sofisticato”. Anche se poi, per la loro individuazione, si richiamano i criteri dell'allegato II, sez. I della MiFID2 (nn. 1, 2, 3 o 4) per individuare i clienti professionali, cui però si affiancano criteri specifici indicati nell'all.

³¹ Per quanto è dato di comprendere, E. GROSSULE, *Crowdfunding e credito al consumo*, cit., pare includere nella fattispecie del servizio di crowdfunding – sia pure nella prospettiva della CCD II – anche l'ipotesi in cui il fornitore di tale servizio eroghi direttamente il credito ai consumatori. In proposito si osserva per inciso che – oltre a non corrispondere a quanto si legge nel considerando 1 nonché alle nozioni di servizio di *crowdfunding*, di prestito e di investitore definite, rispettivamente, dall'art. 3, par. 1, lett. a), b) e i), reg. (UE) 2020/1503 – pare difficile ipotizzare un simile fornitore del servizio di *crowdfunding* che non sia una banca. Infatti, nell'ipotesi considerata l'attività del prestatore del servizio consisterebbe nel «concedere crediti per proprio conto» e, se i rapporti con chi fornisce la provvista fossero qualificabili in termini di raccolta di «depositi» e di «altri fondi rimborsabili» dal pubblico (peraltro, pare almeno improbabile che possano ricorrere fenomeni diversi), sarebbe inevitabile constatare che si starebbe parlando di attività bancaria (per dirla col lessico del TUB), come tale appunto riservata alle banche.

II del reg. 2020/1503. È poi posto il limite quantitativo di euro 5 milioni calcolati su un periodo di 12 mesi.

8. Il servizio di gestione individuale di portafogli di crediti

Ma il tratto maggiormente caratterizzante del reg. (UE) 2020/1503, per quanto riguarda il versante *lending*, è rappresentato dall'aver affiancato il *crowdfunding* relativo agli strumenti di debito al «servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti», definito come «la ripartizione, da parte un fornitore di servizi di crowdfunding, di un importo prestabilito di fondi di un investitore, che è un prestatore originario, a uno o più progetti di crowdfunding sulla piattaforma di crowdfunding conformemente a un mandato individuale conferito dall'investitore su base discrezionale per ciascun investitore» (art. 2, par. 1, lett. c) del reg. 2020/1503). Qui il discorso si fa più complesso e, al contempo, manifesta idee meno chiare nel redattore. Anzitutto, viene in rilievo quanto previsto dall'art. 3, par. 4, 1° comma, reg. 2020/1503, secondo cui «i fornitori di servizi di crowdfunding possono proporre a investitori individuali progetti di crowdfunding determinati che corrispondono a uno o più dei parametri o indicatori di rischio specifici scelti dall'investitore. Qualora l'investitore desideri effettuare un investimento nei progetti di crowdfunding proposti, esamina e prende esplicitamente una decisione di investimento in relazione a ciascuna offerta individuale di crowdfunding».

Sembra quindi che siano stati identificati tre paradigmi di prestazione del servizio: il *lending crowdfunding* propriamente detto, la gestione individuale di portafogli di prestiti e la proposta individuale di progetti di *crowdfunding*. La differenza tra gestione individuale e proposta individuale sembra da individuare in ciò che nella prima non è necessario che l'investitore assuma decisioni in relazione a ciascuna offerta, essendo discrezionale l'azione del fornitore del servizio (art. 3, par. 5, reg. 2020/1503), mentre nella seconda l'ultima parola è comunque lasciata all'investitore che sceglie quale proposta accettare (art. 3, par. 4, reg. 2020/1503). Ma per entrambe queste forme di prestazione del servizio di *crowdfunding* pare che l'approccio del legislatore sia stato piuttosto ambiguo con riferimento alle responsabilità che assume il fornitore del servizio, posto che per entrambi è dovuto solo un giudizio di appropriatezza dell'investimento per gli investitori non sofisticati (cioè non ostativo al perfezionamento del finanziamento), mentre si insiste sulla puntuale informazione da parte del fornitore del servizio, particolarmente con riguardo alla gestione. Sul profilo della responsabilità il contesto rimane fumoso, essendo accentuata la rilevanza delle dichiarazioni dell'investitore (per cui è come se, in sede di verifica dello *status* di una persona, alla domanda “sei sposato?” questa rispondesse: “sì, ma poco”).

Insomma, la formulazione delle disposizioni è impostata come se la gestione o, a maggior ragione, la proposta individuale non potessero generare responsabilità, il che sarebbe invece ragionevole perlomeno nei casi

in cui il fornitore del servizio determina il *pricing* del prestito o gli attribuisce un *rating*. Vedi in proposito la singolare e incomprensibile previsione secondo cui l'eventuale costituzione di un fondo a copertura dei rischi professionali da parte del fornitore del servizio è caratterizzata dal fatto che il fornitore gode di «assoluta discrezionalità» circa l'importo da versare all'investitore come rimborso (art. 6, par. 5, lett. a, reg. 2020/1503). Inoltre, è previsto che la prestazione del servizio necessiti di una autorizzazione che può essere richiesta da una qualsiasi persona giuridica che presenti determinati requisiti³²: ebbene, tra questi requisiti, vi è il possesso in ogni momento di presidi prudenziali per un importo pari a euro 25.000 (o pari a un quarto delle spese fisse generali dell'anno precedente), che assume la forma dei fondi propri, di una polizza assicurativa o di un mix tra le due (art. 11 reg. 2020/1503). L'importo della dotazione patrimoniale sembra confermare come non vi siano state particolari preoccupazioni circa le responsabilità del prestatore del servizio.

Comunque sia, si è aperto un ulteriore canale di finanziamenti (piccoli, dato il limite di euro 5 milioni, a soggetti probabilmente non grandi) che ovviamente disintermedia le banche, anche se qui il presupposto è quello di consentire a soggetti che hanno difficoltà ad accedere al credito bancario di ottenere fonti di finanziamento. Il mercato è comunque quello del credito.

³² L'autorizzazione può comunque essere richiesta anche da IMEL (dir. 2009/110), da imprese di investimento (dir. 2014/65), da enti creditizi (dir. 2013/36) o prestatori di servizi di pagamento (dir. 2015/2366).

9. Piattaforme e supply chain

Ma le piattaforme possono poi essere utilizzate anche per il finanziamento per il circolante (*Supply chain finance* o credito di filiera) per le imprese in forme evolutive come il *dynamic discounting* (una soluzione che permette il pagamento anticipato da parte del cliente a fronte di uno sconto da parte del fornitore sull'importo della fattura), che elimina intermediari, o l'*invoice trading* consiste “nella cessione di una fattura commerciale attraverso un portale Internet che seleziona le opportunità, e sostituisce il tradizionale sconto della fattura attuato dalle banche per supportare il capitale circolante. Gli investitori anticipano l'importo della fattura, al netto della remunerazione richiesta”³³. Dunque, una forma di *factoring* selettivo. Allo stesso ambito possono ricondursi il *reverse factoring* o il *confirming*³⁴, che trovano nelle piattaforme una sede di esercizio particolarmente appropriata.

³³ Sull'*invoice trading* vedi il “2° Report italiano sul CrowdInvesting, Politecnico di Milano - School of Management, luglio 2017”, e, in particolare, a p. 6 la definizione e a pp. 51 ss. i riferimenti sulla concreta operatività (vedilo in <https://d3alc7xa4w7z55.cloudfront.net/wp-content/uploads/sites/4/2017/07/12135854/report2017crowdinvesting1.pdf>).

³⁴ Nella tipicità sociale si è diffuso il c.d. *reverse factoring* che indica un'operazione in cui, a differenza del *factoring*, è il debitore di forniture – tipicamente un'impresa medio-grande e con rating elevato – che richiede al *factor* assistenza nella gestione e nel pagamento dei propri debiti di forniture, con vantaggio anche per i creditori/fornitori, che a fronte del puntuale pagamento (da parte dell'intermediario) delle forniture rese vedono migliorare il loro proprio profilo di rischio anche in termini di *rating*. Il *confirming* è una forma evolutiva del *reverse factoring*, in cui (in una delle sue possibili configurazioni) il debitore ceduto (*buyer* di filiera) affida in via continuativa ad un intermediario (banca o *factor*) la gestione del debito commerciale verso i propri fornitori, caricando le fatture da onorare alle scadenze previste. I fornitori, a loro volta, possono accedere alla piattaforma e visualizzare

Ancora attraverso le piattaforme si è sviluppata negli Stati Uniti, ma ora sta prendendo piede anche in Europa, il *real estate crowdfunding* soprattutto nel segmento *lending*³⁵.

10. Forme alternative di finanziamento (pubblico) e COVID19

Poi si sono registrate le agevolazioni a forme alternative di finanziamento occasionate dal regime speciale di intervento per la pandemia: il decreto “Sostegni bis” (d.l. 25 maggio 2021, n. 73), solo per fare un esempio, ha

in tempo reale le fatture che il debitore/*buyer* ha riconosciuto e confermato per il pagamento e, al contempo e ancora utilizzando la medesima piattaforma, i fornitori potrebbero avere anche la facoltà di cedere le fatture all’intermediario che gestisce il servizio ottenendone il pagamento anticipato a fronte della “garanzia” di poter monitorare e supervisionare – in quanto gestore accentrato del sistema di pagamento – termini e modalità dei pagamenti stessi.

³⁵ Ne riferisce il “7° Report italiano sul CrowdInvesting, Politecnico di Milano - School of Management, luglio 2022”, pp. 51 ss. (vedilo in <https://www.osservatoriefi.it/efi/wp-content/uploads/2022/07/reportcrowd2022.pdf>), dove si legge che, accanto alle piattaforme *equity* (nelle quali, di solito, l’investimento avviene attraverso sottoscrizione di titoli di proprietà del capitale di un veicolo societario che promuove il progetto immobiliare) operano: (i) piattaforme *lending* (in cui l’investimento avviene prestando denaro ai promotori del progetto immobiliare, che poi lo rimborseranno riconoscendo una remunerazione, che può essere fissa o indicizzata; di solito la piattaforma apre un ‘*wallet*’ su cui l’investitore deposita del denaro che serve per alimentare gli investimenti e a riscuotere capitale e interessi) e (ii) piattaforme ibride, che prevedono entrambi i modelli. Il Report riferisce che nel 2022 i volumi del segmento *lending* in Italia sono stati pari complessivamente a euro 83,15 milioni mentre il Report successivo (“8° Report italiano sul CrowdInvesting, Politecnico di Milano - School of Management, luglio 2023”, pp. 51 ss., vedilo in <https://www.osservatoriefi.it/efi/wp-content/uploads/2023/07/reportcrowd2023.pdf>) evidenzia che i volumi sono in crescita e si attestano su euro 115,79 milioni.

previsto la concessione di garanzie su portafogli di obbligazioni di imprese (non solo PMI ma imprese fino a 499 dipendenti) a fronte di realizzazione di programmi qualificati di sviluppo aziendale nell'ambito di operazioni di cartolarizzazioni (tradizionale, sintetica o *mono-tranche*, cioè senza segmentazione del portafoglio, che quindi non rientrerebbe nella definizione di cartolarizzazione dell'art. 2 del reg. (UE) 2017/2402).

11. Buy now, pay later

Giova ancora menzionare una prassi di mercato che si va sempre più diffondendo anche per effetto dell'*e-commerce*: è il caso del c.d. *buy now, pay later*³⁶, per il quale non esiste una specifica regolamentazione, anche se la definizione di contratto di credito contenuta nella dir. (UE) 2023/2225 (sul credito al consumo) ora include anche il «credito sotto forma di dilazione»³⁷.

³⁶ Da una indagine condotta da Centrale Rischi Finanziari – CRIF, SDA Bocconi e Assofin risulta un tasso di crescita del *buy now pay later* pari al 134% annuo nel 2021 (<https://www.crif.it/ricerche-e-academy/ricerche/altre-risorse-e-ricerche/bnpl-ricerca-crif-sdabocconi/>)

³⁷ Vedi art. 3, punto 3, dir. (UE) 2023/2225, che è infatti così formulato: ««contratto di credito»: un contratto in base al quale il creditore concede o s'impegna a concedere al consumatore un credito sotto forma di dilazione di pagamento, di prestito o di altra agevolazione finanziaria analoga, ad eccezione dei contratti relativi alla prestazione continuata di un servizio o alla fornitura di merci dello stesso tipo in base ai quali il consumatore versa il corrispettivo, per la durata della prestazione o fornitura, mediante pagamenti rateali».

Anche a questo fenomeno – oggetto della comunicazione della Banca d'Italia del 22 ottobre 2022 – va riconosciuta la natura di vera a propria forma di credito. La logica non è lontana da quella sottesa alla dir. 2011/7/UE relativa alla lotta contro i ritardi di pagamento nelle transazioni commerciali, la cui *ratio* è che la dilazione – che è un ritardo programmato – deve essere remunerata perché, in fondo, è un finanziamento). La Banca d'Italia sottolinea come vi sia differenza tra dilazione concessa direttamente da banche (o intermediari), quindi soggetta alla disciplina del credito al consumo (quando c'è una commissione, salvo che sia non significativa e per rimborsi entro 3 mesi per crediti non superiori a euro 200), rispetto a quella concessa dal venditore del bene senza interessi (anche quando poi immediatamente cede il credito ad un intermediario), che invece non lo è³⁸.

12. La disintermediazione delle banche nei servizi di pagamento ...

Un altro e assai interessante ambito in cui si è svolto il processo normativo orientato a disintermediare le banche, cioè a sottrarre loro la centralità che avevano, è quello dei servizi di pagamento.

³⁸ La dir. (UE) 2023/2225, all'art. 39, rubricato «Cessione di diritti», prevede solo – e come ovvio – il mantenimento dei diritti nei confronti del cedente anche contro il cessionario.

In questo comparto i primi ad affiancare le banche sono stati gli istituti di moneta elettronica (IMEL), i quali – anche quando ibridi, cioè con patrimonio destinato (artt. 114-*quinquies*, commi 4 e 5, TUB) – possono prestare servizi di pagamento (anche non connessi con la moneta elettronica) *ex art. 114-quater*, comma 3, lett. *a*), TUB e segnatamente i servizi di disposizione di ordini (previa stipula di polizza assicurativa). Successivamente è stata introdotta la figura degli istituti di pagamento, che, secondo la lettera dell'art. 114-*sexies*, comma 1, TUB partecipano della riserva dei servizi di pagamento insieme alle banche e agli IMEL. Ma la strategia di disintermediazione delle banche nei servizi di pagamento si è ampiamente concretizzata con la seconda *Payment Service Directive* (PSD2), cioè la dir. 2015/2366/UE, e con la normativa delegata [reg. del. (UE) n. 2018/389], che consentono diverse forme di *open banking*. Con questa locuzione, secondo la Banca dei regolamenti internazionali, si intende una forma di «condivisione e sfruttamento dei dati autorizzata dai clienti da parte delle banche con sviluppatori e aziende di terze parti per costruire nuovi servizi e applicazioni, come quelli che offrono pagamenti in tempo reale, maggiori possibilità di trasparenza finanziaria per i titolari di conti e opportunità di marketing e cross-selling»³⁹.

³⁹ BIS - Report on Open Banking and application programming interfaces - November 2019, p. 4, nota 1 (vedilo su <https://www.bis.org/bchs/publ/d486.pdf>), dove si legge la seguente definizione nell'originale lingua inglese «open banking is defined as the sharing and leveraging of customer-permissioned data by banks with third party developers and firms to build applications and services, such as those that provide real time payments, greater financial transparency options for account holders, and marketing and cross-selling opportunities». Vedi anche Banca d'Italia, *PSD2 e Open Banking: nuovi modelli di business*

Ebbene, nell'ambito del sistema dei pagamenti l'*open banking*, avviatosi in Italia nel 2019 appunto con l'entrata in vigore della PSD2, ha determinato una vera e propria discontinuità rispetto al passato, quando cioè il modello dei servizi di pagamento si basava su cooperazione, autoregolamentazione dei partecipanti, interoperabilità tecnica delle soluzioni sviluppate e adesione a schemi e infrastrutture multilaterali comuni. L'*open banking* consente, infatti, l'apertura del sistema dei pagamenti a operatori esterni che possono avvalersi dell'infrastruttura bancaria esistente anche a prescindere dall'esistenza di accordi, multilaterali o bilaterali, con le singole banche, nel quadro di diritti e obblighi definiti dal regime normativo. L'*open banking* supera quindi il tradizionale modello di utilizzo del "dato" da parte del singolo intermediario bancario e amplia le dimensioni del sistema poiché incrementa sia il numero di punti di accesso sia la platea dei soggetti che possono non solo accedere ma anche utilizzare e, nei limiti imposti dalla normativa, rielaborare i dati relativi ai conti di pagamento. Tutto ciò consente di offrire – con il *booster* del FinTech – nuovi servizi integrati per i privati e (in prospettiva, direi soprattutto) per le imprese. Infatti, convogliando su un unico supporto i dati relativi all'operatività di più conti, anche presso banche diverse, si aprono spazi per servizi anche complessi di supporto all'impresa stessa (si pensi, ad es., alla riconciliazione dei conti correnti con la contabilità). Ebbene la conclusione è che complessivamente ne risulta – come è stato puntualmente osservato – «un parziale

e rischi emergenti nuovi modelli di business e rischi emergenti, Novembre 2021 (www.bancaditalia.it/compti/vigilanza/analisi-sistema/approfondimenti-banche-int/2021-PSD2-Open-Banking.pdf).

ridimensionamento del ruolo – finora esclusivo – degli intermediari presso cui i conti dei clienti sono radicati»⁴⁰, che poi, in assoluta prevalenza, erano banche. Quindi una ulteriore e significativa forma di disintermediazione di queste ultime.

13. (segue): ... e il PISA Framework

Ancora sul versante dei pagamenti va segnalato il c.d. *PISA framework* (*Payment instruments, schemes and arrangements*) della BCE, con cui è stato definito un quadro di supervisione sui pagamenti elettronici⁴¹. Il punto di partenza è che sia l'art. 127, par. 2, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) che l'art. 3, par. 3.1, 4° trattino, dello statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e della BCE dispongono che uno dei compiti fondamentali, da svolgere attraverso il SEBC, è «promuovere il

⁴⁰ R. PELLITTERI – R. PARRINI – C. CAFAROTTI – B.A. DE VENDICTIS, *L'Open Banking nel sistema dei pagamenti: evoluzione infrastrutturale, innovazione e sicurezza, prassi di vigilanza e sorveglianza*, in *Banca d'Italia - Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento*, n. 31, marzo 2023, 32.

⁴¹ Vedi ECB, *Eurosystem oversight framework for electronic payment instruments, schemes and arrangements*, November 2021 (https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/consultations/ecb_PISApublicconsultation202111_1.en.pdf), che è stato approvato dal Consiglio direttivo della BCE il 15 novembre 2021 e applicabile a partire dal 15 novembre 2022 per i regimi già sottoposti a vigilanza da parte della BCE nell'Eurosistema. I nuovi schemi/accordi dovrebbero essere rispettati entro un anno, al massimo, dalla comunicazione della loro soggezione al *PISA framework*. Il *PISA framework* ha l'obiettivo di allinearsi agli standard internazionali stabiliti nei CPMI-IOSCO - *Principles for financial market infrastructures*, April 2012 (<https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>).

regolare funzionamento dei sistemi di pagamento». Il PISA *framework* procede dal presupposto che il termine “sistema di pagamento” comprende (i) i singoli sistemi di pagamento, cioè, l'insieme degli strumenti di pagamento elettronici che consentono il trasferimento di valore o l'adempimento di obblighi di pagamento tra utenti finali (pagatori e beneficiari), (ii) la definizione di schemi di procedure standardizzati per tali strumenti di pagamento elettronico e (iii) le modalità di fornitura di funzionalità a supporto dell'utilizzo di strumenti di pagamento elettronici nonché dei servizi dei prestatori di servizi di pagamento.

Al fine di tenere conto dei cambiamenti che interessano il sistema dei pagamenti, il PISA *framework* estende il perimetro di controllo abbracciando, accanto agli schemi e agli accordi relativi ai “tradizionali” strumenti di pagamento elettronici (carte di pagamento, bonifici, addebiti diretti e moneta elettronica), anche quelli su cui si basano nuovi prodotti, quali i “token di pagamento digitali” (espressamente richiamati), fra cui, deve ritenersi, le cosiddette *stablecoin*. È importante aver presente che queste ultime vengono ricomprese nel framework in virtù di un riferimento al concetto di «*transfer of value*» invece che alla tradizionale nozione di «*transfer of funds*» come definiti dalla PSD2 (vale a dire: banconote, monete, moneta scritturale o elettronica)⁴². Ne risulta influenzato anche il ruolo delle banche centrali, che hanno tra i loro compiti proprio la salvaguardia del regolare funzionamento del sistema dei pagamenti nel suo complesso, inteso in termini

⁴² Vedi Sezione 1 del PISA *framework*, cit., p. 2.

di affidabilità ed efficienza (nel caso della Banca d'Italia, essi sono sanciti, a livello nazionale, dall'articolo 146 TUB).

Il PISA *framework* segna un'evoluzione fondamentale rispetto all'architettura dei controlli disponibile in quanto intercetta – e, anzi, pone al centro della propria *ratio* applicativa – la componente di digitalizzazione, stabilendo un insieme unitario, armonizzato e orientato al futuro, di principi di sorveglianza per gli strumenti e gli schemi di pagamento nonché per gli *arrangements* a supporto degli stessi (quali ad esempio i *wallet* elettronici), secondo un approccio olistico che guarda sia alla declinazione in senso digitale dei servizi esistenti sia allo sviluppo di nuovi servizi. Tanto gli uni quanto gli altri spingono infatti su soluzioni innovative che, in alcune rilevanti configurazioni operative e di *business*, imprimono tra l'altro un'accelerazione decisiva all'adozione di logiche di *open banking* e di piattaforma basate sulla circolazione e sull'accessibilità dei dati, anche e soprattutto in virtù della connessione e dell'interdipendenza tra gli attori a vario titolo coinvolti negli “ecosistemi di pagamento”.

14. Disintermediazione delle banche dal lato della raccolta

Con riguardo alla seconda “gamba” dell'attività bancaria rappresentata dalla raccolta e alla correlata disintermediazione vanno anzitutto richiamate le ipotesi – indicate fin da principio dal comma 4 dell'art. 11 TUB –

di deroga al divieto di raccolta il risparmio tra il pubblico da parte di soggetti diversi dalle banche. Anzi, poiché queste deroghe continuavano ad aumentare (emissioni obbligazionarie delle cooperative, enti sottoposti a vigilanza prudenziale, società per la cartolarizzazione), onde evitare di continuare a tormentare il citato comma 4, nel 2003, in occasione della riforma organica del diritto societario, è stato sostituito e ancora oggi il comma 4 si chiude con la lett. *d*) secondo cui il divieto di raccolta non si applica «alle altre ipotesi di raccolta espressamente consentite dalla legge, nel rispetto del principio di tutela del risparmio»⁴³.

Poi va ricordata l'attività di Poste Italiane S.p.A. con il servizio bancoposta, per cui vi è tuttavia almeno una vistosa lacuna di coordinamento sistematico nel T.U. bancario in conseguenza dell'omessa menzione tra le deroghe della raccolta oggi effettuata in base al regolamento sui servizi di «bancoposta», che comprende certamente tanto la raccolta a vista quanto quella connessa con la prestazione di servizi di pagamento⁴⁴, quindi anche

⁴³ C'è da dire che queste deroghe, come detto, presenti sin da principio invero si spiegano con ciò che la raccolta del risparmio non è propriamente un'attività di impresa ove autonomamente considerata bensì esercitabile da qualsiasi impresa, in modo strumentale, vale a dire per procurarsi la provvista finanziaria necessaria per l'esercizio della sua attività tipica.

⁴⁴ Il Regolamento bancoposta (approvato con d.p.r. n. 144/2001), infatti, all'art. 2 dispone che «le attività di bancoposta svolte da Poste comprendono: a) raccolta del risparmio tra il pubblico, come definita dall'art. 11, 1° comma, del testo unico bancario ed attività connesse e strumentali; b) raccolta del risparmio postale; c) servizi di pagamento, comprese l'emissione, la gestione e la vendita di carte prepagate e di altri mezzi di pagamento, di cui all'art. 1, 2° comma, lettera *f*), numeri 4) e 5), del testo unico bancario; ...» (comma 1): tutte attività per le quali «Poste è equiparata alle banche italiane» (comma 5). La mancata espressa menzione tra le deroghe dei pertinenti servizi consentiti dal regolamento bancoposta è davvero vistosa se solo si considera che Poste Italiane S.p.A. a tutto

quando vengono utilizzate da Poste Italiane quelle forme di raccolta che rientrano nel perimetro definito dall'ultimo comma dell'art. 11 TUB e che, data la sua formulazione, pareva dovesse essere la quint'essenza della raccolta riservata alle banche.

Sempre con riguardo alla raccolta può richiamarsi il *digital* euro, cui si è già fatto cenno, e la conseguente “concorrenza” istituzionale della BCE rispetto alle banche ⁴⁵.

Poi, per la loro rilevanza, c'è da segnalare la raccolta degli SPV di cartolarizzazione (ricadenti nella deroga al divieto di raccolta) nonché la raccolta non propriamente bancaria ma *banking like* dei fondi comuni monetari, di cui pure si è già detto.

15. Un cenno allo *shadow banking system*

il 2023 dispone di una rete territoriale di 12.755 uffici postali (oltre all'infrastruttura digitale del gruppo, cui si possono aggiungere costituita circa 51 mila punti di contatto presso i quali, sulla base di accordi commerciali di *partnership*, si commercializzano prodotti e servizi del Gruppo Poste, utilizzando cioè la rete fisica di terzi, quali, ad es., tabaccai, edicole e stazioni Eni), vale a dire la più estesa rete di servizi finanziari italiana (dati relativi al bilancio 2023: vedili in <https://resultcenter2023.posteitaliane.it/it/il-nostro-ruolo/presenza-geografica>).

⁴⁵ La delicatezza dei problemi e la rilevanza dell'impatto sono oggetto delle riflessioni di A. DE NICOLA – M. LO RUSSO, A general framework to assess the smooth implementation of monetary policy: an application to the introduction of the digital euro, Banca d'Italia, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento n. 56 (gennaio 2025)

Questi ultimi operatori consentono passare all'ultimo degli aspetti di disintermediazione che in questa sede pare opportuno richiamare: lo *shadow banking system*⁴⁶. In proposito, si perdoni l'ovvia premessa per cui è sufficientemente diffusa l'opinione⁴⁷, comunque condivisa dall'EBA, che le caratteristiche fondamentali dell'intermediazione creditizia siano:

- (i) la trasformazione delle scadenze: finanziarsi a breve e prestare può investire su scadenze più lunghe;
- (ii) trasformazione della liquidità: usare passività liquide per acquistare asset meno liquidi;
- (iii) leva finanziaria;

⁴⁶ L'espressione, assai fortunata e azzeccata, è stata utilizzata per primo da P. MCCULLEY, "Teton Reflections," *PIMCO Global Central Bank Focus*, 2007, August/September. Lo stesso A., due anni dopo, assume la paternità del neologismo e ne riassume così l'origine «I coined the term "shadow banking system" in Jackson Hole in August 2007 at Fed's annual symposium. Unlike conventional regulated banks, unregulated shadow banks fund themselves with uninsured short-term funding, which may or may not be backstopped by liquidity lines from real banks. Since they fly below the radar of traditional bank regulation, these levered-up intermediaries operate in the shadows without backstopping from the Federal Reserve's discount lending window or Access to FIDIC deposit insurance» (P. MCCULLEY, *The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey*, *PIMCO Global Central Bank Focus*, May 2009, in *chrome-extension://efaidnbmnnnibpcaj-pgclclcfndmkaj/https://www.iosco.org/library/annual_conferences/pdf/ac34-5.pdf*

⁴⁷ Una lettura del fenomeno dello *shadow banking* che muove dalla ricognizione delle caratteristiche dell'intermediazione creditizia tradizionale è stata proposta dal noto *staff report* N° 58 della Federal Reserve di New York del luglio 2010 firmato da Z. POZSAR – T. ADRIAN – A. ASHCRAFT – H. BOESKY, *Shadow Banking*, p. 1 (si legge in <http://ssrn.com/abstract=1645337>), anche se la leva finanziaria non era indicata tra le caratteristiche dell'intermediazione creditizia, ancorché nel contesto comparisse il riferimento ad essa (come rilevante quando eccessiva).

(iv) trasferimento del rischio di credito, dietro pagamento di una commissione.

Non c'è neppure bisogno di ricordare che lo *shadow banking system* si caratterizza per aver disarticolato tutte queste funzioni, che una banca tradizionale disimpegna da sola, in una serie di operazioni poste in essere da soggetti diversi quali, appunto, i fondi di mercato monetario, segnatamente quando investono in strumenti emessi da veicoli di cartolarizzazione o pongono in essere operazioni di acquisto con patto di rivendita, i fondi *hedge* (cioè i FIA riservati, che possono utilizzare una leva finanziaria più elevata rispetto agli altri OICR), i veicoli di cartolarizzazione, i *dealer* degli strumenti finanziari e segnatamente di derivati (del resto la loro rilevanza sistemica è confermata dalla loro inclusione, una volta superata una certa soglia quantitativa, nella nozione di ente creditizio ora offerta dalla CRR), operatori nei settori del *factoring* e del *leasing* o anche della vendita rateale, cioè altri produttori di “crediti”. Vi è poi l'utilizzo dei *repo* (all'italiana pronti contro termine) da parte di alcuni degli intermediari indicati.

Ebbene, a dispetto del nome – che comunque gli eufemisti del *Financial Stability Board* hanno riqualificato come composto da *non banking financial institution*, anzi dalla *narrow measure* di questo aggregato⁴⁸ – nome che comunque continuiamo ad utilizzare non perché *politically incorrect* bensì per la ragione che questa espressione comunque ricorre ancora nel CRR [cfr.

⁴⁸ A partire dal 2017 c'è stata la variazione “eufemistica”. Oggi vedi: FSB, *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2022*, 20 December 2022 (<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P201222.pdf>), in particolare per gli operatori inclusi nella *narrow measure*, 30 ss.

art. 394, par. 4] – si ritiene in ultima analisi che sia utile quale sistema alternativo di finanziamento delle imprese e di apporto di liquidità al mercato. Pertanto, l'approccio del diritto UE non è quello che si avrebbe nei confronti di un fenomeno abusivo o elusivo. Invece, partendo dalla considerazione che questa intermediazione alternativa rispetto a quella bancaria utilizza, perlomeno prevalentemente, cartolarizzazioni e operazioni di finanziamento mediante strumenti finanziari e vede attivamente coinvolti gli OICR, segnatamente i fondi monetari, l'ordinamento UE si è determinato a emanare questa regolamentazione specifica, al (solo) fine di smorzare la leva:

- reg. (UE) 2017/20402, che instaura un quadro generale per la cartolarizzazione e un quadro specifico per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (STS), caratterizzate anzitutto dal divieto di ricartolarizzazione
- reg. (UE) 2015/2365, sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento mediante titoli e del riutilizzo (con previsione di *hair cut* e limiti ai riutilizzi)
- reg. (UE) 2017/1131, sui fondi comuni monetari, completato dal reg. del. (UE) 2018/990 (che correla la disciplina del primo proprio con le cartolarizzazioni e le operazioni di acquisto con patto di rivendita);
- reg. (UE) 2012/236 relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei *credit default swap*.

Tutto ciò si presenta coerente con il quadro complessivo nel quale la disintermediazione delle banche propriamente dette non viene affatto contrastata, anzi in qualche modo favorita, pur con l'introduzione di alcuni limiti volti a contenere la rischiosità complessiva del sistema. Tuttavia, pare che si abbandoni ad eccessivo ottimismo chi ritiene che si siano scongiurati i rischi dello Shadow banking system, non foss'altro che, come è stato già rilevato da Hillary J. Allen⁴⁹, la finanza decentralizzata (DeFi) – con le sue caratteristiche di decentralizzazione, distribuzione di *ledger technology* e *blockchain*, *smart contracts*, *open banking* e valute virtuali – non consente di escludere che ci si trovi di fronte ad uno “*Shadow banking system 2.0*”.

16. Banking e funzione di cassa

Si può a questo punto tornare all'aforisma iniziale su *banking* e *bank* e sul senso alternativo, in effetti più radicale e provocatorio, rispetto a Bill Gates, in cui lo intendeva Nick Kovacevich, il quale infatti aggiungeva che «*As a stand-alone business banking is dead*»⁵⁰. Questo porta inevitabilmente a chiedersi quale sia il punto di contatto più evidente con altri *business* e ulteriormente chiedersi che cosa fanno le banche che presenta il più alto

⁴⁹ H.J. ALLEN, *DeFi: Shadow Banking 2.0?, Presentations*, 937, in *William and Mary Law Review*, 2022, https://digitalcommons.wcl.american.edu/pub_disc_presentations/937; C. GIUSTOLISI, *Lo «shadow banking system» tra vecchi fenomeni e trend emergenti*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, fasc. I, 169 ss.

⁵⁰ Così ancora viene riferito nell'intervista di J. NOCERA, *op. cit.*, e nell'articolo di B. MCLEAN, *op. cit.*

tasso di connettibilità. L'accento mi pare che possa essere posto (perlomeno anche) sulla funzione di “cassa”, la quale riposa sulla fiducia di chi affida alla banca le proprie disponibilità monetarie ed è questa che andrebbe considerata (e anche preservata, con spazi di ripensamento dell'attuale regime di risoluzione) nella prospettiva del futuro della banca. Dunque, la prestazione di servizi di pagamento. A tale riguardo proprio l'*open banking* mostra come nuovi operatori, operanti con nuove tecnologie basate su piattaforme, si interpongono tra la banca e il cliente e quindi vogliono connettersi con il *business* della banca.

Ricordo che il Comitato di Basilea nel 2018⁵¹, valutando l'impatto sulle banche dello sviluppo del fintech aveva prefigurato cinque scenari alternativi per il futuro delle banche, che avevano agli estremi, uno, la capacità delle banche *incumbent* digitalizzarsi in modo da continuare ad operare e, l'altro, la loro radicale disintermediazione. Scenari intermedi erano, da un lato, la sostituzione delle vecchie banche da parte di nuove anche “*built for digital*” e, dall'altro, le banche esistenti diventano dei *provider* di servizi intermediati da operatori terzi, perdendo così il rapporto con la clientela. Nel mezzo c'era l'ipotesi della banca *incumbent* che sopravvive ma dovendosi confrontare con nuovi operatori specializzati con i quali ha necessità di condividere la clientela.

⁵¹ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Implication of fintech developments for banks and bank supervisors*, (February 2018), 16 ss.

Esperienze estere sono al riguardo significative di quale può essere effettivamente lo scenario futuribile più probabile. Basti pensare a Ant Financial o a Tencent, entrambi operatori finanziari cinesi. In particolare, il primo, che è cresciuto in tempi recenti a dismisura (arrivando a capitalizzare come Goldman Sachs e UBS), in realtà è un operatore che utilizza piattaforme ed il cui punto di partenza è stato un sistema di pagamento come Alipay - simile a PayPal - sul quale poi è stato costruito un vero e proprio ecosistema di piattaforme dove si offrono servizi di credito, investimento assicurativo ma anche servizi più lontani dall'ambito finanziario, come la tracciabilità o la personalizzazione dei prodotti (per indicarne solo alcuni)⁵² con un miliardo di clienti. Verrebbe spontaneo a tale riguardo replicare che la Cina è un mercato così grande, per cui il numero di clienti e l'espansione di chi li ha a disposizione sarebbe la conseguenza di quella specifica dimensione geografico-demografica. Tuttavia, va di contro osservato che in Cina non mancano banche, e anche molto grandi⁵³, ma questa capacità di crescita è stata sviluppata da un soggetto non bancario

⁵² Vedi il sito internet antgroup.com/en in cui si legge che «Alipay has developed from a payment tool to a one-stop digital daily life platform». Come semplice esempio di sviluppo ed espansione di modalità innovative di pagamento Antgroup, dopo aver offerto «Quick Pay, barcode payment, smile-to-pay and QR code payment solutions», successivamente ha introdotto «Shouqianma, barcodes used to receive payments, optimized for small and micro merchants» (consultato il 20 gennaio 2025).

⁵³ Dalla classifica delle 100 maggiori banche al mondo nel 2022 stilata da Z. Khan – H. Terris – B. Meggeson – M. Taqi, *The world's 100 largest banks, 2023*, S&P Global – Market Intelligence, 17 aprile 2023, si trae che le prime 4 sono cinesi (con *asset* totali di 19.878 miliardi USD) e tra queste, ovviamente, non sono compresi gli operatori finanziari come Ant Financial e Tencent.

che gestisce piattaforme che nascono e si sviluppano anzitutto offrendo servizi di pagamento, per poi estendersi nella prospettiva di operare come facilitatore di attività di imprese terze, dunque costruendo infrastrutture digitali per i servizi attraverso *open platform*⁵⁴. Lo stesso vale per Tencent, che nasce come costola di Alibaba dedicata al pagamento delle vendite perfezionate *online*. E ancora lo stesso può dirsi di WeChat, anch'essa cinese, che offre una piattaforma che copre settori che vanno dal *social network* ai pagamenti p2p, offerti ad una platea di 700 milioni di utenti.

17. Itinerari di sviluppo futuro delle banche: pagamenti, tecnologia e piattaforme

Allora, tutto ciò – considerato nella prospettiva della ricerca di prospettive imprenditoriali, anche per scongiurare gli esiti più infausti prefigurati a Basilea – induce a considerare come proprio partendo dai pagamenti si può prefigurare uno scenario di sviluppo in cui la banca UE, da un lato, si orienta a sviluppare la capacità di consentire al cliente di accedere alle proprie *utility* quando ne ha bisogno offrendo *money solution* (pagamento o credito in tutte le sue possibili forme) in tempo reale e su misura. Qui lo sviluppo del fintech da parte delle stesse banche è essenziale, così da rendere l'intervento (e l'interposizione di operatori terzi, i TPP) non utile o

⁵⁴ Ciò proprio nella prospettiva di costruire una «digital daily life platform» (vedi retro, nota 51).

recessivo o, comunque, dipendente rispetto all'operatore bancario. Dall'altro, la banca non solo sviluppa *partnership* con altri operatori commerciali, così da realizzare il *cross selling*, ma va oltre, facendo in modo di incorporare i propri servizi in quelli *lifestyle* o di *business* di qualunque genere offerti da terzi.

Il *business model*, allora, è la piattaforma che parte dal pagamento e quindi dalla moneta o dal "valore" equivalente (quali, ad es., sono le *stablecoin*), per creare degli ecosistemi integrati. Su questo punto, c'è un bivio: o è la banca a gestire la piattaforma o ci sono operatori terzi che si interpongono tra la banca e l'utente ed è l'operatore terzo a veicolare alla banca la "parte" di servizio (finanziario) di sua competenza.

Nel primo caso la banca sarebbe in grado di estrarre dalla sua base dei clienti e dalla loro attività sulla piattaforma ulteriori dati che possono essere il presupposto per l'offerta di altri servizi ulteriormente personalizzati [non tanto di beni, considerata la responsabilità da prodotti difettosi; e poi, con i diamanti le banche in Italia non hanno fatto una gran figura⁵⁵] o di

⁵⁵ Infatti, la Banca d'Italia ha dato notizia che l'Autorità Garante della Concorrenza e del mercato ha irrogato sanzioni per pratiche commerciali scorrette nei confronti di alcune società specializzate nella vendita di diamanti e di talune banche tramite le quali erano stati venduti i preziosi. A seguito di ciò la Banca d'Italia, ha contestualmente dato notizia di aver inviato la comunicazione alle banche 18 marzo 2018 con cui queste sono avvertite che, quando intendono fornire servizi che non aventi natura bancaria e finanziaria, devono prestare la massima attenzione alle esigenze conoscitive dei clienti. Nella specie della commercializzazione di diamanti, «le banche, oltre a considerare le caratteristiche finanziarie dei clienti cui è rivolta la proposta di acquisto, devono assicurare adeguate verifiche sulla congruità dei prezzi e predisporre procedure volte a garantire la massima trasparenza informativa sulle caratteristiche delle operazioni segnalate, quali le commis-

veicolare altre piattaforme (ad es. quelle assicurative) in grado di soddisfare ulteriori esigenze personalizzando le soluzioni. Qui l'*Artificial Intelligence* può giocare un ruolo determinante, ferma restando la necessità di regolamentare e se del caso arginare la raccolta dei dati, per non cedere irrimediabilmente al “capitalismo della sorveglianza”⁵⁶. Insomma, secondo questo modello almeno le banche grandi potrebbero aspirare a [o correre il rischio di⁵⁷] diventare dei gestori di grandi piattaforme se non anche dei *gatekeeper*, per usare la terminologia del Digital Market Act.

Nel secondo caso invece la banca sarebbe strutturalmente intermediata da terzi operatori e quindi retrocessa al ruolo di *provider* di servizi finanziari serventi rispetto alla gestione di piattaforme altrui, con l'effetto di perdere il rapporto con la clientela (una sorta di B-troughB-2C). In tal caso la stessa stabilità della sua clientela finirebbe col dipendere dal gestore della piattaforma supportata, con una non desiderabile concentrazione del rischio di perdita della clientela stessa.

sioni applicate, l'effettivo valore commerciale e le possibilità di rivendita delle pietre preziose» <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/operazioni-di-compravendita-di-diamanti-effettuate-attraverso-gli-sportelli-bancari/>.

⁵⁶ Prendo a prestito l'espressione da S. ZUBOFF, *The Age of Surveillance Capitalism: The Fight for a Human Future at the New Frontier of Power*, New York, Public Affairs, 2019 (trad. it.: *Il capitalismo della sorveglianza*, Luiss University Press, 2023).

⁵⁷ La non desiderabilità per il raggiungimento della dimensione da *gatekeeper* potrebbe essere conseguenza dei rilevanti obblighi e vincoli che il reg. (UE) 2022/1925 (c.d. DMA) pone a carico dei colossi de *web*.

18. Vincoli legati al perimetro delle attività connesse e strumentali

Ma il modello che si è ipotizzato, partendo da dati dell'esperienza e in funzione della limitazione degli effetti di operatori fintech e *big tech/big data*, deve anzitutto poter rientrare nell'orizzonte operativo delle banche. Ecco che qui si pone il tema squisitamente giuridico delle attività connesse e strumentali di cui all'art. 10, 3° comma, TUB.

A tale riguardo giova segnalare che nel CRR non viene affatto trattato il profilo dell'esercizio di attività diverse rispetto a quelle tipiche della intermediazione creditizia (raccolta e impieghi) e ovviamente diverse da altre attività riservate cui l'ordinamento UE consente l'esercizio anche agli enti creditizi (es. intermediazione mobiliare). A questo riguardo è significativo che nella già richiamata *opinion* del 2020 l'EBA rivolga alla Commissione l'invito a precisare quali "attività commerciali" possono essere esercitate dagli enti creditizi. Tuttavia, mentre per tutti gli altri aspetti, sui quali chiede l'intervento integrativo e additivo della stessa Commissione, formula delle proposte, con riferimento a queste attività "commerciali" l'EBA non dice nulla. Si tratta di una lacuna non da poco. E la nozione di «impresa strumentale» (cioè, «*un'impresa la cui attività principale consiste nella proprietà e nella gestione di immobili, nell'elaborazione dati, o in qualsiasi altra attività analoga di natura ausiliaria rispetto all'attività principale di uno o più enti*»: art. 4, par. 1, n. 18, CRR) non pare davvero idonea a colmare tale lacuna anzitutto con riguardo alle banche senza partecipate. In ogni caso, secondo questa

indicazione normativa, l'attività deve essere comunque “analoga”, sicché la forza espansiva della nozione risulterebbe comunque assai limitata. L'ordinamento nazionale, tradizionalmente sensibile alle questioni dell'esclusività dell'oggetto sociale, ha, come detto, nel comma 3 dell'articolo 10 TUB, consentito alle banche di esercitare «oltre all'attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali». Tuttavia, questa cornice normativa non sembra sufficiente quantomeno a dare certezza circa l'estensione dell'orizzonte operativo delle banche consentito dall'applicazione dei criteri di strumentalità o connessione. Al di là di ogni altra considerazione, la marginalità che l'Autorità di vigilanza nazionale, nella laconica e risalente indicazione regolamentare che ha offerto⁵⁸, ha inteso leggere come insita in particolare nella nozione di connessione rende davvero inadeguato e malcerto il supporto a iniziative che potrebbero invece diventare il perno di una futura *platform bank*. Sembra davvero che nell'agenda dei regolatori non dovrebbe mancare attenzione a questo profilo che potrebbe risultare importante, se non determinante, per il futuro di banche (perlomeno) non eccessivamente disintermedate. In alternativa, sarebbe auspicabile che

⁵⁸ Vedi Banca d'Italia, circ. 15 gennaio 1998, avente ad oggetto «Attività connesse esercitabili dalle banche» e pubblicata in *Bollettino di vigilanza*, n. 1/1998, p. 3. Nella stessa linea, più di recente, Banca d'Italia, comunicazione 14 marzo 2018 (occasionata dall'attività di segnalazione, presso gli sportelli bancari, di operazioni di acquisto e vendita di diamanti da parte di società terze specializzate, oggetto di contestazione da parte di privati e di alcune associazioni di consumatori). In entrambe, a proposito delle attività connesse, ricorre l'espressione per cui esse devono costituire «una componente soltanto marginale e accessoria rispetto alla complessiva attività svolta presso le singole dipendenze».

l'esercizio delle attività di organizzazione della (non semplicemente sulla) piattaforma della banca sia consentita a società del gruppo (un tempo lo si qualificava come polifunzionale), mediante l'eliminazione di qualsiasi dubbio circa la detenibilità della relativa partecipazione, ciò che non sembra affatto scontato alla luce del richiamato art. 4, par. 1, n. 18, CRR. Sembra invece opportuna – anzi, per dirla nella prospettiva imprenditoriale, necessaria – la certezza per giustificare gli ingenti investimenti da stanziare per la costruzione di una *platform bank* – che non è semplicemente una banca *on line* – sia *ex novo* che in sede di “ristrutturazione” di una banca esistente. In conclusione, le banche nell'era digitale abbisognano di *partnership* strategiche o, per utilizzare una terminologia in voga nell'industria bancaria, ecosistemiche correlate a modelli organizzativi con architetture aperte e tutto ciò rende niente affatto desiderabile un'incertezza normativa in ordine alla legittimità di scelte che implicano investimenti ingentissimi nei decenni a venire.