

## INTRODUZIONE

Il **sistema finanziario** può essere definito come l'insieme degli operatori economici e delle infrastrutture attraverso cui sono veicolati in forme organizzate i flussi di denaro tra i membri (individui, imprese, pubblica amministrazione) della comunità sociale, per il soddisfacimento dei relativi bisogni di disponibilità. In tale ambiente agiscono, verso questi soggetti, le imprese che erogano *servizi finanziari*; si instaurano, con i contenuti più diversi, e circolano le *relazioni finanziarie*, che sono i *prodotti* del sistema medesimo.

Di quest'ultimo non esiste una definizione normativa. La nozione è fondata su (e rappresenta la sintesi di) fenomeni economici ai quali fa capo, sul piano giuridico, un ampio insieme di corpi disciplinari tra loro distinti: il diritto bancario, quello dell'intermediazione mobiliare e dei mercati, il diritto delle assicurazioni, i quali d'altra parte convergono nella predisposizione di strumenti di regolazione che rispondono a logiche comuni e che ne giustificano dunque, pur nella rispettiva autonomia, una considerazione unitaria.

Il sistema finanziario si colloca, nel contesto dell'economia moderna, in una posizione di assoluta centralità. Nello stesso linguaggio di tutti i giorni è frequente la contrapposizione (che non ha, va precisato, alcuna implicazione sul piano del diritto) tra "economia reale" ed "economia finanziaria". Con la prima espressione si suole indicare il complesso dei fenomeni di produzione e di scambio di tutti i beni e i servizi diretti al soddisfacimento di un *bisogno umano "specifico"* (nutrirsi, informarsi, muoversi, assistere a uno spettacolo ...), mentre la seconda espressione viene riferita all'insieme di ciò che riguarda il soddisfacimento del *bisogno umano "generico"*, rappresentato dalla disponibilità di denaro (***bisogno finanziario***). Definiamo generico l'interesse avente ad oggetto il denaro poiché quest'ultimo è un bene (anzi: il bene) che non soddisfa alcun bisogno "specifico", nel senso appena indicato, ma assolve ad una funzione intermediaria nell'acquisizione di ogni (altro) bene o servizio: esso è, in altre parole, ***potere d'acquisto*** per l'appunto *generico* (e *generale*) che si incorpora in beni materiali come le banconote o in scritture espressive di rapporti con le istituzioni finanziarie (il saldo attivo di un conto corrente o di una *card* prepagata), i quali servono esclusivamente al conseguimento (mediante trasferimento del potere d'acquisto incorporato) di un diverso bene o servizio.

Il **denaro** è dunque l'elemento principe e la ragione stessa del sistema finanziario. Esso ha origini antiche e introduce nelle dinamiche della produzione e del commercio uno straordinario elemento di flessibilità, consentendo: a) di cedere i beni in esubero in cambio di potere futuro d'acquisto e così di rinviare la decisione sul bisogno specifico da soddisfare come contropartita della cessione; b) di agevolare e multipli-

care gli scambi, venendo meno la necessità di *matching* tra possessori attuali di beni di reciproco interesse (come invece accade nel baratto); c) di accumulare ricchezza successivamente spendibile; d) di destinare per mezzo di investimenti e di prestiti la ricchezza accumulata (cioè in *surplus* rispetto ai propri bisogni attuali) ad iniziative imprenditoriali altrui, così producendo un effetto moltiplicativo sulla capacità produttiva del sistema economico globale.

La dimensione finanziaria dell'economia ha goduto nel secolo passato e negli ultimi tempi di un poderoso sviluppo. Oggi il sistema finanziario assolve ad una pluralità di **funzioni**, ciascuna corrispondente ad una peculiare manifestazione del bisogno finanziario.

1) La prima funzione è quella di **allocazione della ricchezza** rappresentata dal denaro e cioè di allocazione delle risorse finanziarie. Nella comunità sociale vi sono membri che presentano un *surplus* di risorse e membri che le richiedono: i primi detengono il *risparmio*, che può essere allora allocato presso i secondi; questi ultimi possono necessitare di tali risorse per il soddisfacimento di bisogni personali (per l'acquisto dell'abitazione, ad es.), di bisogni imprenditoriali (per l'attuazione di un *business plan* che preveda l'implementazione del complesso aziendale, ad es.) o di bisogni collettivi (per lo svolgimento delle attività di interesse generale, da parte della pubblica amministrazione). I volumi delle risorse sollecitate dalle imprese e dagli enti pubblici sono chiaramente assai maggiori rispetto a quelli delle risorse ricercate dai singoli individui per ragioni personali e familiari; i finanziamenti esterni (l'eterofinanziamento) giocano d'altra parte nelle attività produttive e nell'espletamento delle funzioni pubbliche un ruolo primario (si pensi all'indebitamento delle imprese e al debito pubblico); la centralità del sistema finanziario è dunque indiscutibile tanto nel suo costituire un segmento della dimensione economica della comunità sociale, cioè come fenomeno in sé di produzione di servizi, quanto nel suo rappresentare un anello fondamentale dell'intero ciclo produttivo di quella che abbiamo chiamato l'economia reale.

L'allocazione implica un *trasferimento* delle risorse. Questo trasferimento dà vita ad una *relazione giuridica avente carattere finanziario* (nel linguaggio economico si parla di "attività finanziarie"), in cui *le posizioni di entrambe le parti sono regolate in denaro*: chi presta denaro diviene titolare di un credito alla sua restituzione, con la maggiorazione di un interesse (così la banca che eroga un mutuo o il sottoscrittore di un titolo del debito pubblico); chi sottoscrive le azioni di una società versa (di regola) denaro con l'obiettivo di ricevere una remunerazione periodica e infine la liquidazione in denaro della partecipazione. In termini economici, si suole evidenziare che l'operazione è caratterizzata essenzialmente dal *disallineamento temporale* nell'esecuzione delle rispettive prestazioni: il membro in *surplus* trasferisce la risorsa oggi, il membro in *deficit* la restituirà domani; è questo disallineamento che consente l'impiego proficuo del denaro nello spazio temporale venutosi a creare.

L'esistenza di rapporti finanziari è attestata sin dall'antichità. Nelle società del Vicino Oriente antico si ricorreva al credito per sostenere le attività agricole o intraprendere attività mercantili; in Grecia sono documentati i prestiti marittimi per i commerci lungo le vie d'acqua del Mediterraneo. L'instaurazione di simili rapporti può però dirsi che si eriga a sistema (ecco il sistema finanziario) quando il contatto fra detentore della risorsa e aspirante ad essa non è più solo spontaneo e occasionale,

ma viene ad inserirsi in un contesto strutturato. È quel che accade oggi: le banche raccolgono risparmio ed erogano finanziamenti, le società fanno appello al pubblico risparmio per sollecitare investimenti, i gestori dei fondi comuni amministrano collettivamente un patrimonio raccolto tra una pluralità di risparmiatori investendolo in “attività finanziarie”.

2) Collaterale all’allocazione delle risorse nei termini sin qui descritti è la funzione di ricollocazione a valle (*circolazione*) delle relazioni finanziarie già costituite. Queste possono essere viste come i *prodotti* del sistema finanziario; ora, la parte che ha trasferito le proprie risorse in *surplus* divenendo titolare di una aspettativa al loro futuro recupero può essere interessata a non attendere l’estinzione naturale della relazione e a monetizzarne anticipatamente il valore; chi abbia ancora risorse in esubero può essere interessato ad acquisire questa aspettativa, corrispondendone in denaro il valore attuale. Nel sistema finanziario si dispiega il *mercato secondario* di questi prodotti (secondario, cioè a valle rispetto al mercato primario, in cui le risorse sono convogliate verso i soggetti in *deficit* e le relazioni finanziarie sono costituite), che svolge una fondamentale funzione ulteriormente redistributiva delle risorse stesse. Anche in tal caso, non è il fatto del semplice, occasionale trasferimento di un rapporto a istituire il sistema, bensì l’esistenza di infrastrutture e di intermediari a ciò deputati (si pensi specialmente ai mercati regolamentati: le vecchie borse valori).

3) È di grande rilevanza anche la funzione di *canalizzazione dei pagamenti*. L’adempimento di ogni obbligazione pecuniaria richiede la movimentazione di denaro. La causa dell’obbligazione può essere la più varia: nel contesto produttivo (e senza dimenticare che una circolazione di denaro può essere determinata anche da rapporti giuridici “civili” o incardinarsi in rapporti di carattere non privatistico: ad es., il pagamento delle imposte), il fondamento della movimentazione può rinvenirsi nella costituzione e attuazione di una relazione finanziaria, oppure nell’attribuzione del corrispettivo di un bene o di un servizio, cioè nell’esecuzione di una relazione commerciale. Le dimensioni di questo fenomeno, in un’economia evoluta, sono estremamente rilevanti. Storicamente, il denaro è nato come bene materiale e la sua movimentazione si è incarnata in un atto di circolazione fisica (consegna – apprensione) di pezzi monetari. Anche oggi questo accade; nella società moderna, tuttavia, si sono elaborati strumenti che assumono funzione monetaria senza manifestarsi in esemplari tangibili e si sono diffuse tecniche di pagamento che prescindono da qualsiasi spostamento fisico di materia; è sufficiente pensare al saldo attivo di un conto bancario, che può essere impiegato per adempiere ad un debito pecuniario mediante bonifico, sino alle più moderne forme di moneta elettronica, che permettono l’esecuzione e la ricezione di pagamenti mediante semplici impulsi e registrazioni in un conto virtuale. Al sistema finanziario vanno dunque ricondotte tutte le infrastrutture nel contesto delle quali sono istituzionalizzati questi modelli di trasmissione del denaro e tutti gli operatori che offrono i corrispondenti servizi.

4) Intrinsecamente legata al denaro è anche la funzione di *copertura dal rischio finanziario*, bisogno che possono manifestare sia i singoli individui mossi da ragioni di protezione della sfera personale e familiare, sia le imprese (come ogni altro soggetto per il proprio ambito di interessi). Il rischio finanziario consiste nella prospettiva, incerta nei tempi e/o nel suo avveramento, dell’emersione futura di un bisogno finanziario: dalla quale l’interessato cerca di proteggersi non già contenendo il rischio (o

non solo! ma, se fa questo, ricerca anche un altro genere di servizio, come potrebbe essere l'allestimento di un sistema antincendio o l'assunzione di *vigilantes*), bensì garantendosi il diritto di ricevere una somma di denaro per far fronte al bisogno, ove e quando questo si manifesti. Il modello principale di questo servizio finanziario è quello *assicurativo*. Di fronte, ad es., all'eventualità che un evento infausto (un incendio, un allagamento...) colpisca l'abitazione o l'azienda, il proprietario sottoscrive una polizza assicurativa, versando un premio (in denaro) a fronte del diritto al risarcimento (in denaro) se l'evento si verifica.

Nel sistema finanziario sono identificabili due categorie di soggetti attivi: coloro che sono **portatori di un interesse finanziario finale** e gli **erogatori di servizi finanziari**. Alla prima categoria appartengono i risparmiatori datori di risorse e i beneficiari delle stesse, i pagatori e i destinatari dei pagamenti, i contraenti assicurati. Alla seconda un ampio florilegio di soggetti che operano professionalmente offrendo servizi ai primi: le *banche* raccolgono il risparmio presso il pubblico e finanziano le imprese e quanti richiedano un prestito; le *imprese di investimento* fungono da intermediari nella veicolazione delle risorse dagli investitori alle imprese; le *società di gestione del risparmio* amministrano i patrimoni formati dagli investimenti dei risparmiatori, nell'interesse di questi; le *società di gestione dei mercati* allestiscono e curano le sedi di negoziazione; gli *istituti di moneta elettronica* e gli *istituti di pagamento* curano i servizi di emissione di moneta elettronica e quelli di pagamento; le *imprese di assicurazione* offrono servizi assicurativi.

Nel contesto del sistema, talune relazioni possono certamente instaurarsi per effetto dell'incontro diretto tra i portatori dell'interesse finale, senza l'intervento di alcun operatore di servizi. Normalmente, però, la loro costituzione è accompagnata da uno o più operatori, che agiscono, a seconda del servizio prestato, nelle più diverse posizioni: ponendosi come controparti dirette del portatore dell'interesse finale (ad es. la banca, nella raccolta del risparmio e nell'erogazione del credito), o come intermediari (ad es. l'impresa di investimento, nel collocamento di prodotti finanziari di un emittente), o come gestori di una infrastruttura (ad es. la società di gestione del mercato); e via dicendo.

Il sistema finanziario è presidiato oggi da un complesso normativo estremamente articolato. Questo è andato sviluppandosi sostanzialmente a partire dalla prima metà del ventesimo secolo ed è cresciuto esponenzialmente negli ultimi decenni. L'esigenza di una **regolamentazione di settore** è determinata dalla necessità di assicurare taluni, essenziali obiettivi di interesse generale: la *stabilità finanziaria* degli operatori e conseguentemente del sistema; l'*efficiente allocazione delle risorse* (cioè l'adeguata selezione dei soggetti in *deficit* meritevoli di riceverne), che dipende dall'assenza di asimmetrie informative tra i datori e i percettori delle stesse e da un appropriato tasso di trasparenza delle operazioni; l'*equilibrio contrattuale* nei rapporti con i fruitori dei servizi finanziari.

I soggetti che operano nel sistema esercitano, nell'erogazione dei rispettivi servizi, un'attività d'impresa, alla cui disciplina sono quindi in via di principio assoggettati. Il diritto del sistema finanziario è dunque caratterizzato da una specialità di secondo livello, configurandosi, rispetto a quella disciplina, come una disciplina di settore.

L'azione normativa si esplica per mezzo di una **pluralità di strumenti**; come già accade per l'attività d'impresa in generale, anche in questo settore gli *istituti del diritto pubblico* si intrecciano con *quelli privatistici*. Come vedremo, assume fondamentale importanza nel contesto del sistema la vigilanza svolta dalle *Authorities* (anzitutto Banca d'Italia e Consob), cui sono assegnate prerogative e funzioni tipiche dell'ordinamento pubblicistico; il sistema finanziario è poi veicolo delle decisioni di politica monetaria adottate dallo Stato, per mezzo delle quali sono perseguiti obiettivi economici di carattere assolutamente generale. La componente privatistica della regolazione rimane ciononostante relevantissima, sia per la sua pervasività, sia per l'impatto che essa ha sull'efficienza di questo segmento di mercato e, conseguentemente, dell'intero sistema economico. Sul piano privatistico, le ragioni dell'esistenza di un diritto di settore attengono alla promozione e protezione di **interessi di mercato**; in questo senso il diritto privato del sistema finanziario – pur non isolabile dalla corrispondente dimensione pubblicistica – costituisce senza dubbio una *parte del diritto commerciale*.

Tradizionalmente vengono enucleati, come si è accennato, più **corpi normativi distinti**: il **diritto bancario**, il **diritto dell'intermediazione mobiliare**, il **diritto delle assicurazioni**. Ciascuno di essi corrisponde ad un segmento di mercato che ha avuto origini e sviluppo autonomi ed è stato destinatario di interventi legislativi specifici. La suddivisione si basa in origine sull'oggetto dell'attività svolta, cui corrispondevano distinte tipologie di operatori: la banca, l'impresa di investimento, l'impresa assicurativa. Oggi tuttavia non è tracciabile un confine netto fra i tre segmenti normativi e di mercato, per due ordini di ragioni. In primo luogo, lo sviluppo degli stessi ha condotto ad una certa *ibridazione nelle attività e nei prodotti offerti*, del che gli stessi corpi disciplinari tengono naturalmente conto per così dire integrandosi reciprocamente: le banche possono operare nel settore mobiliare offrendo servizi di investimento, le polizze assicurative presentano spesso una non trascurabile componente di speculazione finanziaria. In secondo luogo, la coincidenza degli obiettivi di vertice perseguiti dalle tre discipline ha rafforzato, pur nella persistente tripartizione e pur perdurando tra le medesime differenze sotto certi aspetti anche profonde (diversi o con diversa declinazione essendo talvolta, fra l'altro, i problemi che si profilano), la tendenza all'elaborazione di *principi normativi e di politiche legislative condivisi*. Come si è detto, non solo dunque la comune natura finanziaria delle dinamiche economiche che si dispiegano in questi contesti di mercato, ma anche l'interazione e la crescente contiguità tra le rispettive regolamentazioni ne suggeriscono una considerazione unitaria.

La presentazione del diritto del sistema finanziario cui quindi ci si accinge procederà esaminando parallelamente, per ciascun profilo implicato, i tre ambiti disciplinari, muovendo dall'enucleazione delle logiche di fondo comuni e declinando poi la trattazione settore per settore. Si potrà così riscontrare la convergenza dei corpi normativi pur quando persista una più o meno marcata varietà delle soluzioni accolte.

Sono ancora tre, oltre che i settori interessati, anche i **livelli d'azione** di questo sistema normativo, riguardato nel suo complesso. Esso si occupa anzitutto dei **prestatori di servizi**, cioè di tutte le imprese che operano in ambito finanziario, disciplinandone, come subito preciseremo, l'*organizzazione e l'attività*; e poi dei **mercati**, intesi in una prospettiva oggettiva come dinamiche (processi, infrastrutture) che de-

terminano la trasformazione del denaro in ricchezza finanziaria e la movimentazione di quest'ultima (vi rientrano la disciplina dell'appello al pubblico risparmio e del *crowdfunding*, come la disciplina delle sedi di negoziazione); infine degli **emittenti**, cioè dei soggetti in *deficit* che si rivolgono al mercato degli investitori per il reperimento delle risorse loro necessarie e che, proprio per questo fatto, si sottopongono a regole organizzative e di trasparenza altrimenti inoperanti.

Sotto il profilo contenutistico, uno dei **pilastri** di queste discipline è costituito, come si è anticipato, dal presidio rappresentato al vertice di ciascun segmento dalla **vigilanza** di un'Autorità indipendente. Quest'ultima agisce su più livelli, essendo dotata di pervasive potestà regolamentari, ordinatorie, ispettive e sanzionatorie. L'esercizio di tali potestà non si manifesta solo nella sfera pubblicistica, ma esplica effetti anche su quella privatistica (sull'organizzazione delle imprese finanziarie e degli emittenti, sugli scambi nei mercati, sui processi di allocazione degli investimenti) e rappresenta dunque una componente cruciale del diritto commerciale di questi settori.

Il secondo pilastro è costituito dalle regole di **organizzazione dell'impresa finanziaria**. Al fine di assicurare la sana e prudente gestione della stessa e la sua stabilità, nonché per garantire che l'azione degli intermediari sia improntata a principi di tutela degli investitori e di salvaguardia dell'integrità del mercato, i tre corpi normativi predispongono un apparato di regole che fissano condizioni per l'esercizio dell'attività e requisiti organizzativi e patrimoniali e che introducono vincoli o strumenti speciali in relazione alle principali vicende societarie.

Viene poi disciplinata l'**attività** di questi soggetti, con disposizioni che attengono alle sue forme e alle modalità del suo esercizio, in particolare nei rapporti con la clientela: gli obiettivi perseguiti restano quelli di tutela dell'integrità dei mercati e di protezione della parte debole del rapporto. Assumono grande rilevanza in questo contesto le regole che stabiliscono doveri comportamentali degli operatori (ad es., gli obblighi informativi degli intermediari nei confronti degli investitori) e quelle che incidono sul contenuto dei contratti (ad es., che limitano le commissioni applicabili da una banca); esse agiscono sul piano microeconomico dello specifico rapporto negoziale, ma la protezione del singolo fruitore del servizio risulta funzionale al soddisfacimento di interessi che si collocano sul piano macroeconomico: la difesa del risparmio, l'efficiente allocazione delle risorse finanziarie e lo sviluppo di dinamiche di mercato sane producono infatti benessere e crescita del sistema economico e sociale nel suo complesso.

Collateralmente vengono disciplinati i **processi** per mezzo dei quali avvengono e le **infrastrutture** che facilitano il *collocamento* dei prodotti finanziari (mercato primario) e la loro successiva *circolazione* (mercato secondario). Anche a questo livello gli obiettivi della disciplina di settore sono costituiti dalla salvaguardia della stabilità, dell'efficienza e dell'integrità dei mercati e dalla protezione del risparmio.

Già la disciplina dei processi di collocamento si rivolge agli emittenti, sui quali gravano pervasivi obblighi comportamentali (in particolare, di adeguata informazione) a partire dal momento in cui si rivolgono al mercato dei capitali. Per tutto il tempo in cui l'interazione con quest'ultimo permane, inoltre, e sempre in vista della realizzazione dei medesimi obiettivi, si attivano **regole organizzative e di trasparenza a carico dell'emittente**, che non derivano dal fatto di rivestire una data forma giuridica

o dal tipo di attività svolta, ma dalle relazioni instaurate con il pubblico degli investitori, che sollecitano la risposta a esigenze peculiari nell'interesse di questi ultimi (di qui, ad es., l'obbligo di pubblicizzare tutte le informazioni rilevanti relative alla società, al fine di permettere costantemente agli investitori l'adozione di corrette scelte finanziarie) e innescano dinamiche altrimenti assenti (presenza di minoranze diffuse e di investitori istituzionali; potenziale contendibilità del controllo societario).

Dal punto di vista delle **fonti**, il diritto del sistema finanziario si presenta come estremamente articolato; la sua complessità risulta anzi in crescita, sia sotto il profilo della numerosità e del tecnicismo delle norme, che sotto quello della loro provenienza. Nel diritto interno, a ciascuno dei tre settori interessati fa capo un testo legislativo fondamentale: il **Testo unico bancario** (d.lgs. 385/1993: TUB), il **Testo unico della finanza** (d.lgs. 58/1998: TUF), il **Codice delle assicurazioni private** (d.lgs. 209/2005: c.ass.). Ma questi testi, ancorché essi stessi più volte arricchiti nel corso degli anni, sono ben lontani dall'esaurire il *corpus* disciplinare. Anzitutto essi vanno integrati da una amplissima congerie di *regolamenti attuativi*, per lo più emanati dalle Autorità di vigilanza di ciascun settore (ma non solo!); si tratta dunque di una produzione normativa di rango secondario estremamente pervasiva, relevantissima in quanto la disciplina primaria si limita spesso a codificare i principi generali affidando a tali regolamenti il compito di definire le disposizioni operative, caratterizzata sovente da un elevato tasso di tecnicismo e soggetta a modifiche estremamente frequenti.

Al quadro domestico si aggiunge la **produzione comunitaria**. Al legislatore europeo si deve per la verità già buona parte della disciplina nazionale, giacché questa (sia a livello primario che, in alcuni casi, a livello secondario) risulta elaborata in attuazione di *direttive di armonizzazione piena*. Tuttavia, specie negli ultimi anni, si è fatto ricorso nell'Unione anche allo strumento del *regolamento*; dunque, sotto una pluralità di aspetti la disciplina interna è direttamente integrata da quella sovranazionale, in un gioco di intrecci e di rimandi talvolta estremamente complesso, di cui danno testimonianza anche i testi fondamentali sopra menzionati (e specie il TUF), i quali, nel tentativo di fornire un quadro orientativo ampio, se non completo, dell'assetto disciplinare, rinviano spesso a questi regolamenti per interi blocchi tematici.

Vengono, in coda, le **fonti di natura privatistica**: insiemi di regole emanate dai singoli operatori finanziari o da organismi rappresentativi di una determinata categoria di soggetti attivi nel sistema, che hanno natura negoziale, ma a cui la stessa disciplina normativa talvolta rimanda, valorizzandole dunque come componenti esse stesse del quadro disciplinare complessivo. Così è, ad es., per i regolamenti delle sedi di negoziazione, predisposti dalla singola società di gestione della sede; o per i codici di autodisciplina, come il Codice di autodisciplina per la *corporate governance* degli emittenti.

Una ricognizione completa di questo sistema normativo è ormai, proprio per la sua estrema complessità, oltre la portata e le finalità di un'opera di trattazione generale, per quanto accurata, del diritto commerciale. È anzi al di là di qualsiasi opera, anche esasperatamente specialistica: la mera riproduzione a stampa dei testi normativi occuperebbe senza esagerazione qualche migliaio di pagine!

D'altra parte la materia si compone di concetti, principi e linee di regolazione, che

assumono particolare pregnanza al di là dei tecnicismi delle singole soluzioni operative e la cui comprensione è prodromica a qualsiasi censimento delle regole di dettaglio, come a qualsiasi esperienza nella loro applicazione. Si tratta di concetti e principi che fra l'altro si ritrovano talvolta immanenti, ma inespressi in un tessuto normativo che predilige un approccio eminentemente analitico, quando non casistico (ciò emerge in particolare a livello definitorio e dunque di delimitazione delle categorie nozionali e delle fattispecie), e che poco contribuisce pertanto alla ricostruzione sistematica della materia stessa. Alla focalizzazione di questa architettura di concetti e di principi e all'introduzione, quindi, al quadro normativo inerente all'economia finanziaria, come sistema ordinato, è dedicato questo Volume.

Va tuttavia evidenziato che il mondo finanziario non è un mondo statico. In esso maturano esperienze sempre nuove e che talvolta si spingono oltre il punto sino a cui è giunta la regolazione di settore. Questo schiude interrogativi circa la capacità della medesima di farsi carico di tali esperienze, oppure interrogativi di politica legislativa, circa la necessità di spostarne ulteriormente in avanti il raggio d'azione. Negli anni più recenti, per mezzo delle **nuove tecnologie** si sono sviluppati nel contesto finanziario fenomeni indubbiamente di rottura rispetto ai modelli su cui il sistema è venuto edificandosi nel corso del Novecento. L'intera gamma di operazioni appartenenti all'universo del c.d. **Fintech** (la finanza che poggia sulla tecnologia) offre indiscutibilmente soluzioni altamente innovative e presenta potenzialità di sviluppo straordinarie; mentre tuttavia alcuni fenomeni rientrano negli schemi consueti, altri vi si affrancano ed anzi nascono e si affermano proprio per la loro attitudine a sottrarsi alle dinamiche tradizionali: in particolare la diffusione della rete digitale e l'elaborazione delle tecnologie di registrazione elettronica distribuita (*DLT*, la cui manifestazione più conosciuta è quella della *blockchain*) hanno favorito la creazione di strumenti pecuniari alternativi alla moneta legale (le c.d. criptovalute), che sono indipendenti dalle politiche monetarie degli Stati sovrani (non è uno Stato a "battere" questa moneta, ma, nelle formule più evolute, un programma per elaboratore condiviso da una pluralità di utenti, alle condizioni dallo stesso predeterminate) e che sono in condizione di circolare illimitatamente al di fuori di ogni controllo istituzionale; così come hanno favorito la promozione di iniziative di appello al pubblico risparmio del tutto deprocedimentalizzate (inizialmente il c.d. *crowdfunding*, ora però assorbito nel sistema, anche dal punto di vista normativo, e strutturato come forma di finanziamento per le PMI, che passa attraverso portali telematici appositamente creati e vigilati; poi le *initial coin offerings*, richieste di finanziamento transitive via *web* e costitutive di relazioni a carattere finanziario documentate digitalmente nei c.d. *token*, "titoli" suscettibili di circolazione al di fuori di qualsiasi sede di negoziazione istituzionalizzata).

Queste esperienze danno vita ad un **circuito finanziario essenzialmente disintermediato**. Come si è visto, i modelli finanziari tradizionali poggiano eminentemente sull'intermediazione, cioè sulla presenza di operatori professionalmente qualificati, sottoposti a vigilanza e soggetti a pervasivi presidi disciplinari, che si interfacciano con gli estremi della catena finanziaria a tutti i livelli; gli obiettivi di vertice del sistema normativo sono dunque perseguiti attraverso l'*istituzionalizzazione* del settore. In quest'ottica, i nuovi fenomeni sfuggono o vorrebbero sfuggire ad ogni forma di istituzionalizzazione e dunque di regolazione del circuito, esprimendo la vocazione alla sua liberalizzazione nelle forme più estreme. In realtà, è bene osservare che il concetto di disintermediazione non risulta del tutto appropriato: lo sviluppo di questi strumenti sta generando nuove opportunità e facendo affacciare sul mercato nuovi operatori che sviluppano formule di *business* innovative (certe criptovalute, come i *bitcoin*, sono estratte dai *miners* e scambiate nelle piattaforme di *exchange*, ad es.); si può forse parlare allo stato di una intermediazione "debole" e comunque



di una intermediazione che propone se stessa come “deregolata”, sfruttando le specificità dei nuovi prodotti e muovendosi dunque tra le maglie, anzi al margine del sistema normativo. È qui che si pone la sfida legislativa rappresentata dal *Fintech*: nella misura in cui la dimensione di questi circuiti cresce e il loro impatto sulla stabilità e sulle dinamiche del sistema economico e finanziario nel suo complesso aumenta, l’ordinamento non può trascurare il fenomeno; tuttavia le soluzioni normative già sperimentate non appaiono comunque sufficienti, dovendosi fare i conti con l’a-territorialità e l’a-personalità delle operazioni che vengono condotte attraverso le macchine (come imporre, ad es., regole di gestione del “mercato” ad un sistema di circolazione di criptovalute o di *token* privo di gestore, perché distribuito orizzontalmente tra gli *e-wallets* caricati sui terminali di tutti gli utenti – per giunta non agevolmente identificabili –, che hanno inizializzato il relativo *software*?). In questa direzione, la prospettiva del diritto del sistema finanziario non potrà che portare all’almeno parziale ripensamento delle strategie e degli strumenti di regolazione.





## SEZIONE PRIMA

# I FONDAMENTI

**SOMMARIO:** § 1. I bisogni finanziari, il sistema finanziario e le ragioni della sua regolazione. – § 2. Le fonti. – § 3. I concetti. – § 4. La vigilanza e le sue forme.



### § 1. I BISOGNI FINANZIARI, IL SISTEMA FINANZIARIO E LE RAGIONI DELLA SUA REGOLAZIONE

**SOMMARIO:** I. *Un problema definitorio.* – II. *Il sistema finanziario come “luogo” di risposta ai bisogni finanziari dell’impresa e dei privati.* – 1. Dai bisogni finanziari al sistema finanziario. – 2. Le risposte al bisogno di risorse finanziarie. – 3. Le risposte al bisogno di sicurezza. – 4. Le infrastrutture del sistema finanziario. Il sistema dei pagamenti. – 5. La funzione degli intermediari finanziari e quella dei mercati. – III. *Le ragioni della necessaria regolazione del sistema finanziario.* – IV. *Cenni sullo sviluppo storico della disciplina.* – 1. La crisi degli anni Trenta e la nascita delle regolamentazioni di settore. – 2. La crescita d’importanza della dimensione regolatoria sovranazionale e il fenomeno della *deregulation*. – 3. La crisi del 2007 e le sue ripercussioni sul piano della vigilanza. – 4. L’avvento del *Fintech*.

**LETTERATURA:** CASSESE, *Economia dei mercati finanziari*, Roma, 2017; MISHKIN-EAKINS-BECCALLI, *Istituzioni e mercati finanziari*, Milano-Torino, 2019; ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, 2016; ID., *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Roma-Bari, 2009; ID.,  *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2001; TORCHIA, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Milano, 1993; VELLA-BOSI, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, Bologna, 2019.

#### I. *Un problema definitorio*

La parola “finanza” e i vocaboli che ne derivano risalgono al lemma dell’antico francese “fin” (denaro) ed al vocabolo latino “finare” (esigere del denaro). L’etimologia orienta, dunque, a pensare la finanza come un fenomeno nel quale a giocare un ruolo da protagonista è la ricchezza pecuniaria. Efficacemente infatti è stato osservato che, se si vuole rinvenire un comune denominatore fra le varie e numerose “operazioni finanziarie” che la prassi conosce, questo si trova solo nel fatto che ogni

operazione finanziaria inizia ed è destinata a terminare con uno spostamento di ricchezza (o, per meglio dire, di denaro)<sup>1</sup>.

Nonostante negli ultimi anni il sistema finanziario abbia conosciuto un'esplosione di interesse ed anche una corrispondente crescita di attenzione da parte del legislatore sia in Italia sia a livello internazionale, **non è tuttavia rinvenibile alcuna definizione normativa del “fenomeno finanziario”**, riscontrandosi anzi, al contrario, più di qualche incertezza sull'esatto perimetro giuridico (nel senso di rilevante al fine della disciplina applicabile) del medesimo. A dire il vero, in qualche direttiva comunitaria, si trova una sorta di definizione di “servizio finanziario”. Così accade, ad es., nella direttiva 2002/65/CE sulla commercializzazione dei servizi finanziari a distanza, volta a disciplinare in modo trasversale, ma con regole peculiari rispetto a quelle destinate alla stipulazione a distanza dei contratti in genere, tutti i contratti aventi ad oggetto servizi finanziari. Tale direttiva è stata recepita in Italia nell'ambito del Codice del consumo, il cui art. 67-ter, lett. b, oggi definisce “servizio finanziario ... qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, di pagamento, di investimento, di assicurazione o di previdenza individuale”. Pure di derivazione comunitaria è un'altra espressione, quella di “attività finanziaria”, che il legislatore italiano conosce e utilizza in più di una normativa di settore con riferimento alle attività esercitabili dalle banche (secondo il combinato degli artt. 10, 16 e 1, co. 2, lett. f, TUB) e dalle imprese di investimento (art. 18, co. 4, TUF).

A ben vedere, però, in tutti questi casi non ci si trova di fronte a definizioni giuridiche in senso proprio: sia il riferimento al servizio finanziario che quello all'attività finanziaria non sono nient'altro che *mere elencazioni prive di effettiva portata ricostruttiva* sul piano generale<sup>2</sup>. E così, in particolare, la definizione comunitaria di “**servizio finanziario**” rimanda ad un elenco di attività che potremmo dire finanziarie “per tradizione”; mentre quella di “**attività finanziaria**” (il citato art. 1, co. 2, lett. f, TUB) rinvia ad un elenco di attività che, per un verso, non esaurisce il novero delle attività finanziarie oggi conosciute (non essendovi, ad es., inclusa l'attività di gestione collettiva del risparmio), mentre, per un altro, ricomprende attività (ad es., i “servizi di informazione commerciale”) che neppure hanno vera natura finanziaria, non realizzando alcuno spostamento di ricchezza nel tempo o nello spazio.

Al di là delle apparenze, non esiste dunque nel nostro ordinamento alcuna definizione normativa di “servizio finanziario” o di “attività finanziaria”, venendo il legisla-

---

<sup>1</sup> Così FERRO-LUZZI, *Attività e prodotti finanziari*, in D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010, 18, secondo cui l'operazione finanziaria si può scomporre in tre varianti: a) denaro/tempo/denaro: quando il tempo, e la sua durata, ha rilevanza determinante nel muovere le parti all'operazione; b) denaro/spazio/denaro: quando tra l'atto iniziale dell'operazione e il suo termine si interpone uno spazio, l'interesse delle parti essendo appunto diretto a “spostare” nello spazio denaro; c) denaro/denaro: quando l'interesse è ad un'attività di cambio.

<sup>2</sup> Ancora meno consistente si rivela poi il riferimento talvolta fatto dal legislatore alla “impresa finanziaria” o “società finanziaria”: tale nozione viene impiegata infatti in differenti contesti, ma la sua definizione muta in funzione delle singole discipline. Il legislatore sembra cioè utilizzarla solo per finalità specifiche, rese di volta in volta particolari dalle peculiarità della materia da regolare (ad es. la disciplina dei gruppi bancari, la disciplina delle partecipazioni al capitale delle banche, il codice delle assicurazioni). In proposito v. ANNUNZIATA.

tore a utilizzare tali nozioni senza troppo preoccuparsi di individuarne l'essenza<sup>3</sup>. In questo contesto è perciò il giurista-interprete ad essere chiamato ad un'opera di ricostruzione della nozione: opera oggettivamente complessa (rispetto alla quale, peraltro, nessuna delle molte teorie sino ad oggi elaborate risulta convincente in modo pieno<sup>4</sup>), ma tutt'altro che priva di rilievo pratico. Nonostante, infatti, uno dei tratti piuttosto ricorrenti nelle numerose normative di settore sia proprio la puntuale descrizione da parte del legislatore del perimetro di applicazione di ciascuna di esse tramite elencazioni di attività e servizi, è, in realtà, solo l'individuazione del *quid* che rende finanziarie le medesime attività (e, di riflesso, finanziarie determinate imprese per le quali tali attività risultano essere caratterizzanti) a consentire la comprensione della *ratio* di una determinata scelta disciplinare e, quindi, ad es., a far ritenere la medesima estensibile a fattispecie che presentano tratti di somiglianza<sup>5</sup>.

Anche in ragione dell'attuale mancanza di qualificazioni giuridiche univoche, sembra opportuno allora approssciare al tema mettendo per un attimo da parte la prospettiva del giurista per seguire quella – logicamente precedente – dell'**analisi economica** dei fenomeni in oggetto. Agli economisti risulta infatti assai meno problematico fornire una definizione sia di “sistema finanziario” che di “attività finanziarie”, venendo tali concetti ricostruiti a partire dalla ancora più basilica nozione, già menzionata nell'Introduzione, di “**bisogni finanziari**”. Proprio da questa nozione conviene dunque partire al fine di ricostruire le linee portanti del sistema finanziario inteso come “luogo” di risposta a tali bisogni, per riportare solo in seguito il discorso sul piano delle qualificazioni giuridiche e della regolamentazione del sistema medesimo.

L'adozione di una simile prospettiva potrebbe, peraltro, diventare ancora più necessaria se, a livello regolatorio, andasse a consolidarsi un approccio, oggi ancora embrionale sul piano normativo, ma già assai diffuso nella letteratura nazionale e internazionale, volto a sostituire specifiche discipline settoriali (destinate cioè a circoscritte tipologie di attività, servizi, intermediari e prodotti) con una normativa *cross-sectorial*, ovvero in modo trasversale rivolta al comparto bancario, mobiliare e assicurativo e che vada, in un certo senso, a “riflettere” la nozione economica di sistema finanziario<sup>6</sup> (sul punto v. *infra* § 2,III,3).

---

<sup>3</sup> Sulla debolezza intrinseca della nozione di attività finanziaria v. COSTI *Merc.*; ANNUNZIATA.

<sup>4</sup> Sul piano giuridico le teorie prospettate sono molte: v. FERRO-LUZZI-DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013.

<sup>5</sup> La questione assume rilevanza anche nella prospettiva delle Autorità di vigilanza sul sistema finanziario: per fare un esempio, la Consob con Comunicazione 8-2-1999, n. DI/99008504 ha ritenuto che l'attività di agente assicurativo abbia natura finanziaria (da cui la possibilità per una SIM di svolgerla).

<sup>6</sup> In questo senso tra gli altri si esprimono convintamente COLAERT-BUSCH, *Regulating Finance in a Post-Sectoral World: Setting the Scene*, in COLAERT-BUSCH-INCALZA (ed.), *European Financial Regulation. Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Oxford, 2019, 4 ss.

## II. *Il sistema finanziario come “luogo” di risposta ai bisogni finanziari dell’impresa e dei privati*

### 1. *Dai bisogni finanziari al sistema finanziario*

Come si è illustrato, con l’espressione “**sistema finanziario**”, in ambito economico si è soliti riferirsi, in via di prima approssimazione, ad un insieme integrato di strumenti, intermediari (o, per meglio dire, istituzioni), mercati e infrastrutture ove si generano rapporti di debito e di credito che consentono: a) il trasferimento di risorse finanziarie da soggetti che ne hanno in eccesso (*soggetti in surplus*) a soggetti che non ne hanno abbastanza (*soggetti in deficit*), così da realizzare la migliore allocazione del capitale; b) il soddisfacimento di altri bisogni, in termini ancor più generali, di natura finanziaria.

Nei casi di cui alla lett. a), i rapporti che si generano tra gli utenti finali sono volti a soddisfare “**bisogni finanziari in senso stretto**” ovvero il bisogno di un individuo di finanziare la propria spesa o, nel caso di un’impresa, di realizzare la provvista dei mezzi finanziari necessari alla costituzione e al funzionamento dell’impresa stessa (ivi compresa l’effettuazione di investimenti e la copertura di altre spese ritenute opportune in relazione agli scopi produttivi prefissati). Va precisato che nell’odierno sistema socio-economico quasi mai l’impresa riesce a fare fronte a tali bisogni facendo conto sulle sole risorse proprie (c.d. autofinanziamento) – vale a dire sui capitali di rischio apportati dall’imprenditore individuale tramite il proprio patrimonio e poi con il reinvestimento del guadagno ottenuto con l’esercizio dell’attività, o dai soci tramite i conferimenti iniziali o altre operazioni sul capitale sociale ovvero finanziamenti –, bensì si assiste al concorso di fonti esterne all’impresa stessa (c.d. eterofinanziamento) attraverso una pluralità di canali e istituti.

Secondo la rappresentazione che di solito viene fornita dagli studiosi di economia dei mercati finanziari, nell’ambito del sistema economico è possibile individuare come utenti finali, da un lato, le *imprese* (quelle che non svolgono in via principale attività finanziarie) e il *settore pubblico* (entrambe categorie tipicamente in *deficit*) e, dall’altro, le *famiglie consumatrici* (tipicamente soggetti in *surplus*).

Questa connotazione si riferisce alla categoria di soggetti in quanto tale, mentre il discorso è diverso per la singola unità: è possibile, infatti, che una famiglia manifesti essa stessa un fabbisogno di finanziamento, a seconda della fase del ciclo di vita che sta attraversando; analogamente un’impresa può manifestare un interesse all’investimento di un *surplus* di liquidità<sup>7</sup>.

Per quanto concerne poi i c.d. “**bisogni finanziari in senso lato**” degli individui e dell’impresa, va sin d’ora sottolineato che si tratta di una tipologia ancora più eterogenea, alla quale sono riconducibili, fra gli altri, bisogni di copertura e gestione dei numerosi rischi a diverso titolo connessi alla propria sfera giuridica e all’attività svolta (che possono anch’essi venire soddisfatti mediante molteplici istituti, ad es. la stipula

---

<sup>7</sup>Per approfondimenti FORESTIERI-MOTTURA, *Il sistema finanziario*, Milano, 2005; SAUNDERS-CORNETT-ANOLL-ALEMANNI, *Economia degli intermediari finanziari*, Milano, 2010, 40.

di polizze assicurative o il ricorso a derivati), così come bisogni di consulenza finanziaria e strategica. Per quanto attiene in particolare alle imprese, il mix di questi bisogni può variare notevolmente a seconda della tipologia dell'impresa medesima (delle sue dimensioni, della sua forma giuridica, ecc.), del suo ciclo di vita, nonché del contesto di operatività.

Per fare fronte ai suddetti bisogni finanziari, gli utenti finali (individui, imprese e settore pubblico) si rivolgono dunque all'esterno, ponendo in essere, sempre in una prospettiva economica, **attività finanziarie**, ovvero, come pure si è osservato, *relazioni con altri soggetti* che comportano, a diverso titolo, un *trasferimento di risorse finanziarie*.

Il modo attraverso cui tale trasferimento si verifica è, come si vedrà nelle pagine seguenti, assai vario a seconda dello specifico bisogno finanziario che si intende soddisfare. Ad ogni modo, l'insieme di tali attività finanziarie è in grado, sempre secondo gli economisti, di originare interrelazioni così strette fra tutti i soggetti coinvolti da meritare di essere considerato in termini di "**sistema**", ovvero come qualcosa di ulteriore, per il valore che genera, rispetto ad una semplice sommatoria di rapporti individuali<sup>8</sup>.

Il sistema finanziario nel suo complesso svolge un ruolo fondamentale nell'economia, poiché, consentendo il trasferimento delle risorse finanziarie da soggetti che non hanno opportunità d'investimento produttivo a quelli che al contrario dispongono di tali opportunità, realizza un'*efficiente allocazione del capitale* e contribuisce ad accrescere la produzione e l'efficienza nell'intera economia.

## 2. *Le risposte al bisogno di risorse finanziarie*

Per quanto concerne in particolare i bisogni finanziari in senso stretto, ovvero l'esigenza di reperimento esterno di risorse finanziarie, vi sono due fondamentali modalità di realizzazione di tali bisogni.

a) Una prima modalità è quella del **circuito diretto**, nel quale i soggetti in deficit (imprese e settore pubblico) incontrano direttamente i soggetti in surplus sul *mercato mobiliare* – per il momento inteso (ma v. meglio *infra*) come luogo di incontro della domanda e dell'offerta di risorse finanziarie, in prevalenza strutturate in *strumenti finanziari* – senza che alcun *intermediario* assuma una propria posizione come parte dello scambio, a credito o a debito.

In questo contesto, i risparmiatori (o, per meglio dire, gli investitori) sottoscrivono titoli emessi dalle imprese, rappresentati da quote di partecipazione al capitale (azioni di s.p.a., quote di s.r.l., ecc.) ovvero da quote di debito (obbligazioni di s.p.a. ecc.), assumendosene i relativi rischi (*in primis*, il rischio del fallimento del soggetto partecipato/debitore, ma anche quello della mancata capacità di generare risorse sufficienti a remunerare i titoli emessi).

In una prima variante (scambio diretto autonomo), l'instaurazione della relazione finanziaria avviene senza la mediazione di alcun intermediario.

---

<sup>8</sup> ONADO, *Economia e regolamentazione*, 24.

Sempre più spesso, peraltro, si assiste ad una seconda variante (*scambio diretto assistito*), caratterizzata dall'intervento di un intermediario volto ad agevolare in vario modo il trasferimento delle risorse. In questo caso, gli intermediari prestano *servizi di investimento*, ossia svolgono un ruolo di assistenza alle imprese nel collocamento dei propri titoli sui mercati o ai risparmiatori nell'investimento (*in primis*, si tratta di un servizio di accesso ai mercati, in linea di massima riservato a soggetti appositamente autorizzati; ma anche di un servizio di consulenza o di un servizio di gestione individuale del risparmio). In altri casi ancora, i risparmiatori si rivolgono a intermediari per investire nei mercati sfruttando il beneficio della diversificazione del rischio, possibile solo quando si dispone di somme molto ingenti; a tal fine, i risparmiatori, anziché comprare direttamente i titoli emessi dalle imprese o dalle amministrazioni pubbliche, acquistano quote di fondi dotati di autonomia patrimoniale (come i fondi comuni di investimento o i fondi pensione) e gestiti da intermediari specializzati (è questo il fenomeno della *gestione collettiva del risparmio*). Anche in questa variante il rischio dell'investimento rimane a carico dei risparmiatori: gli intermediari rispondono, infatti, nei confronti di questi ultimi solo a titolo di risarcimento del danno nel caso in cui non abbiano adempiuto al contratto avente a oggetto il servizio di investimento, ovvero all'incarico ricevuto, secondo i principi di diligenza, correttezza, buona fede oppure abbiano violato le regole di settore che disciplinano il rapporto tra intermediario e cliente.<sup>b</sup>) La seconda modalità è quella che dà vita, invece, ad un **circuito indiretto** (o intermediato in senso forte), nel quale i soggetti in deficit e i soggetti in surplus non divengono controparti dirette dello scambio: un intermediario (che, tradizionalmente, è sempre stato una banca) si interpone infatti fra le due categorie di soggetti assumendo una posizione contrattuale propria, a debito verso il datore di fondi e a credito nei confronti del prestatore di fondi (*raccolta del risparmio ed erogazione del credito*), così attuando una trasformazione qualitativa del rapporto di finanziamento. Sempre nel circuito indiretto, si può realizzare anche erogazione del credito nei confronti di soggetti in deficit da parte di un intermediario che non raccoglie risparmio ma eroga con fondi propri (è il caso di intermediari finanziari diversi dalle banche, ma si può prospettare anche l'ipotesi di una banca non attiva nel comparto della raccolta del risparmio).

La prima modalità (cioè, il circuito diretto in entrambe le varianti) si caratterizza altresì per il fatto che il trasferimento delle risorse finanziarie avviene attraverso strumenti finanziari "progettati" dai soggetti in deficit e negoziati sul mercato mobiliare. Nel caso del circuito indiretto, invece, sono gli intermediari a costruire prodotti finanziari (sia nel senso di prodotti di credito – come per es. i mutui –, sia nel senso di prodotti di risparmio – come per es. i depositi –) modulandone le caratteristiche tecniche anche in base alle esigenze dei soggetti richiedenti ed offerenti.

Alcuni sistemi finanziari – quali quelli di matrice anglosassone (Stati Uniti, Regno Unito e Canada) – hanno sempre manifestato una prevalenza degli scambi attraverso il circuito diretto e si dicono dunque tradizionalmente orientati ai mercati. Viceversa, altri sistemi finanziari – quali quelli dell'Europa continentale – risultano storicamente propensi a un'intermediazione in senso forte, con una prevalenza di scambi attraverso il circuito indiretto. Oggi, tale distinzione presenta però caratteri meno netti in conseguenza dell'accelerazione dell'innovazione finanziaria, nonché della crescita del peso dei mercati in Paesi per tradizione banco-centrici e del peso degli intermediari in Paesi per tradizione mercato-centrici.

Nei moderni sistemi finanziari si è venuto, peraltro, di recente ad aggiungere un ulteriore