



Dipartimento: Impresa e Management

Cattedra: Macroeconomia

TITOLO

Shadow Banking System

RELATORE :

CANDIDATO

Prof. Alessandro Pandimiglio

CANDIDATO Matr. 188561

Lorenzo Smeraldi

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

Indice	
Introduzione.....	3
Capitolo I – Che cos’è lo shadow banking.....	4
1.1 Introduzione al fenomeno.....	4
1.2 Le attività ascrivibili alla sfera dello shadow banking.....	7
1.3 Gli attori dello shadow banking.....	10
1.4 Banking tradizionale e shadow banking.....	14
1.5 I rischi e la regolamentazione.....	18
Capitolo II – Funzionamento e controlli.....	22
2.1 Securitization	22
2.2 Shadow banking come risorsa finanziaria e leva finanziaria.....	26
2.3 Vulnerabilità nel settore di fondi d’investimento.....	31
2.4 Rischi e opportunità.....	32
2.5 La risposta delle banche.....	37
Capitolo III – Shadow banking in Europa.....	38
3.1 Cambiamenti strutturali nel settore finanziario dell’area Euro.....	38
3.2 L’esposizione delle banche europee alle entità dello shadow banking.....	43
3.3 Le dimensioni dei fondi nel sistema europeo.....	49
3.4 Le sfide per il sistema bancario europeo.....	50

Conclusioni.....	56
Bibliografia.....	58
Sitografia.....	59

Introduzione

All'indomani della grande crisi economica del 2007/08 è emersa in tutta la sua evidenza la debolezza di un nuovo sistema finanziario che si era sviluppato parallelamente a quello tradizionale e al di fuori del regolare sistema bancario, il cosiddetto sistema di shadow banking. A seguito della debacle globale di cui si è reso protagonista, tale sistema si è conquistato una posizione primaria nel dibattito internazionale e nella ricerca accademica, che ha cercato di valutare la grandezza del fenomeno a definirne le caratteristiche dei suoi agenti.

Sulla scorta degli elementi a nostra disposizione emersi nell'ultimo decennio, si cercherà, pertanto, di fare il punto sullo stato dello shadow banking in generale, prima, e a livello europeo, successivamente. Nella fattispecie, si procederà ad una panoramica del fenomeno, alla descrizione degli agenti che vi operano, alle differenze concettuali e regolamentari tra questo e il sistema bancario tradizionale, per poi analizzarne il funzionamento.

Parte dell'elaborato si concentrerà sulle misure di controllo con cui si è inteso intervenire, mentre nell'ultimo capitolo il focus sarà sulla diffusione del fenomeno in Europa, sulla sua portata e i potenziali rischi e opportunità del permettere lo svolgimento della funzione finanziaria a soggetti non bancari.

Capitolo I

Che cos'è lo shadow banking

1.1 Introduzione al fenomeno

Lo scoppio della crisi dei subprime nel 2007/08 ha portato allo scoperto l'esistenza di un sistema di fondi finanziari completamente parallelo e al di fuori del regolare sistema bancario, il cosiddetto sistema di shadow banking. Da quel momento in poi, esso è diventato un argomento centrale della ricerca accademica con numerosi studi finalizzati a capire e valutare la sua portata, le sue dimensioni, il suo funzionamento e a descrivere le entità coinvolte (assieme con il relativo grado di responsabilità per la piega distruttiva che il sistema finanziario ha attraversato negli ultimi anni).

Tuttavia, esiste un grosso gap tra le informazioni reperibili per gli Stati Uniti e per l'Europa, in considerazione di un maggiore utilizzo di questi metodi che si è avuto nei primi rispetto alla seconda. Indipendentemente da ciò, ai fini della trattazione è utile spiegare cosa si intende per shadow banking poiché il termine è stato coniato nel 2007 all'incontro annuale della Fed, sebbene già si fosse a conoscenza dei principali punti di debolezza del sistema. In quell'occasione, Paul McCulley ha definito lo shadow banking come “una varietà di investimenti non-bancari, che fungevano da leva, veicolo e struttura”, notando che “a differenza delle vere banche regolamentate, che si sono finanziate con depositi assicurati, protette dall'accesso alla finestra di sconto della Fed, le banche ombra non regolamentate si affidano a transazioni non assicurate, che possono o no essere garantite dai canali di liquidità delle banche reali.

Pertanto, il sistema di shadow banking è particolarmente vulnerabile all'incorrere nella necessità di attingere dai loro fondi di credito con le banche reali e/o liquidare a prezzi stracciati i propri beni quando gli investitori di titoli commerciali che rifiutano di rinnovare quando il loro titolo matura, le lasciano con una crisi di liquidità. Successivamente, il termine shadow banking è stato utilizzato sempre più spesso sia nel mondo accademico che dai politici. La ricerca successiva ha mostrato come la rapida crescita del sistema finanziario basato sul mercato dalla metà degli anni '80 ha cambiato la natura dell'intermediazione finanziaria, permettendo ai flussi finanziari dello shadow banking di concedere crediti e trasformazioni di liquidità senza, però, esplicitamente avere accesso alla liquidità delle banche centrali o alle garanzie di credito del settore pubblico¹. Sono stati poi man mano analizzati altri aspetti di tale sistema, dalla risposta delle banche alla richiesta di una maggiore innovazione finanziaria, creando rischi collaterali per il settore bancario, alle vulnerabilità iniettate nel sistema finanziario dalla fragilità dei fondi a breve termine che sostengono la cartolarizzazione e i mercati repo (repurchase agreement)². Altri studiosi ancora³ hanno sottolineato l'aspetto dell'arbitrio di regolamentazione. In particolare, è emerso come buona parte delle garanzie sia stata strutturata come garanzia finalizzata all'aumento della liquidità per ridurre al minimo il capitale di riserva, anziché delle garanzie di credito e che la maggioranza di tali condotte fosse avvenuta con la connivenza delle banche commerciali soggette ai requisiti patrimoniali più rigorosi.

¹ POZSAR Z., ADRIAN T., ASHCRAFT A., BOESKY, H., *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, N. 458, 2010.

² Una forma di prestito a breve termine per distributori di titoli di Stato che solitamente avviene nottetempo per recuperare facilmente liquidità Cfr. <http://www.investopedia.com/terms/r/repurchaseagreement.asp>

³ ACHARYA V., SCHNABL P. e SUAREZ G., *Securitization Without Risk Transfer*, in *Journal of Financial Economics*, pp. 515-536, 2013.

In questo contesto, non manca chi, come Cetorelli, evidenzia in primo luogo il ruolo delle holding bancarie e il loro controllo su una quota rilevante delle attività delle più grandi compagnie di assicurazione, dei fondi comuni del mercato monetario e dei broker⁴, dimostrando che pochissimi prestiti di titoli e i relativi reinvestimenti in contanti avvenivano senza i servizi forniti dalle principali banche depositarie. In secondo luogo, egli introduce il concetto di intermediari ibridi⁵ (conglomerati finanziari che controllano una pluralità di tipi di entità attive nel processo delle “linee di assemblaggio” dell’intermediazione finanziaria moderna) da cui si comprende che i soggetti non-bancari possono facilmente trasformarsi in conglomerati con strutture organizzative simili e che ciò permette loro di svolgere attività di intermediazione finanziaria.

Dunque, come si diceva all’inizio, a seguito dello scoppio della crisi bancaria globale, vi è stato un aumento degli enti bancari ombra (in particolare i fondi di investimento) sia nell’area dell’euro che nel sistema finanziario globale. Controcorrente rispetto a quanto avviene in uno scenario costituito dalle banche che riducono il proprio livello di indebitamento (deleveraging) e da un passaggio verso fonti di finanziamento basate sul mercato, i fondi d’investimento sono sempre più coinvolti nei mercati finanziari dell’area Euro e nell’intermediazione creditizia. Il settore, infatti, ha parzialmente tamponato la carenza di credito nell’economia reale derivante dal giro di vite del sistema bancario al settore privato e la sua espansione ha determinato una più ampia distribuzione delle esposizioni ai rischi nel sistema finanziario dell’area Euro. Tuttavia, proprio questo passaggio dell’intermediazione creditizia verso un settore

⁴ CETORELLI N., *A Principle for Forward-Looking Monitoring of Financial Intermediation: Follow the Banks!*, Federal Reserve Bank of New York, Liberty Street Economics Blog, 2012

⁵ CETORELLI N., *Hybrid Intermediaries*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report n. 705, 2014

meno regolamentato, il suo crescente ruolo ed i collegamenti del settore con il sistema finanziario più ampio sollevano alcune preoccupazioni per la stabilità finanziaria.

In questa prospettiva, mentre si ha chiaro l'elenco delle attività bancarie ombra oggi, non è altrettanto chiaro quali potrebbero essere le attività di shadow banking e rischi che potrebbero sorgere in futuro, anche in considerazione delle differenze tra lo shadow banking del 2008 e quello odierno, così come la maggior parte degli studi focalizza il proprio interesse sugli Stati Uniti e chiarisce poco l'ampiezza del fenomeno in altri paesi dove ciò che può assumere in forme molto diverse. In Europa, per esempio, il prestito da parte delle compagnie di assicurazione è talvolta chiamato shadow banking, mentre in Cina lo sono i “prodotti per la gestione della ricchezza” offerti dalle banche o il credito da parte di società finanziarie affiliate in India. Alla luce di ciò, non è chiaro quanto queste attività abbiano in comune con quello che è avvenuto e avviene negli Stati Uniti.

1.2 Le attività ascrivibili alla sfera dello shadow banking

Nell'ottica di definire in modo più specifico i confini concettuali dello shadow banking, si posso ascrivere a tale fenomeno tutte le attività finanziarie, ad eccezione di quelle bancarie tradizionali, che si basano su un backstop (ovvero una misura di sicurezza, protezione) privato o pubblico per operare. Questa descrizione comprende molte delle attività comunemente denominate shadow banking oggi, ma permette di abbracciare al suo interno anche quelle che possono diventarlo in futuro. Infatti, alcune attività che vengono citate di recente come shadow banking, come l'aumento dell'uso

di agenzie di investimenti immobiliari (REITs), leverage finance e riassicurazione negli Stati Uniti, rientrano in questa definizione.

In questo contesto, lo shadow banking ormai, come la banca tradizionale, prevede una trasformazione dei rischi (di liquidità e di maturità) allo scopo di eliminare dagli asset i rischi “indesiderati” che alcuni investitori non vogliono sopportare - poiché non hanno vantaggio competitivo, poiché i regolamenti inibiscono il tipo di rischi che possono assumere, ecc.

Il banking tradizionale, come sappiamo, gestisce i rischi utilizzando la legge dei grandi numeri, monitorando e prevedendo degli ammortizzatori di capitale per “convertire” i prestiti rischiosi in asset sicuri - depositi bancari. Lo shadow banking dal canto suo, è caratterizzato da metodi differenti coi quali trasformare i rischi, e che sono molti più simili a quelli utilizzati nei mercati dei capitali. Esso mira a distribuire i rischi indesiderati in tutto il sistema finanziario (a venderli in modo diversificato). Ad esempio, nelle operazioni di securitization, di cui si spiegherà meglio il funzionamento più avanti, le banche ombra eliminano i rischi di liquidità attraverso la suddivisione e la fornitura in tranche di liquidità o facilita l’uso di garanzie per ridurre le esposizioni delle controparti nei mercati repo e per derivati OTC⁶.

Sebbene lo shadow banking utilizzi molti tipi di strumenti del mercato dei capitali, però, si differenzia anche dalle attività tradizionali dei mercati dei capitali, come le azioni e le obbligazioni commerciali, in quanto ha bisogno di un backstop per operare. Ciò avviene perché, mentre la maggior parte dei rischi indesiderati può essere distribuita e diversificata, alcuni rischi residui, spesso rari e sistemici (“rischi di coda”) possono permanere ugualmente. Si parla, in tal senso, del rischio sistematico di

⁶ GORTON G., - METRICK A., *Securitized Banking and the Run on Repo*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, pp. 425-51, 2012

liquidità nella securitization o di quelli associati alla bancarotta dei debitori nei prestiti repo e nei titoli, nonché la componente sistematica del rischio di credito nei prestiti non bancari (ad esempio, per i leverage buyout). Le entità coinvolte nello shadow banking devono dimostrare di poter assorbire questi rischi per minimizzare l'esposizione potenziale dei richiedenti che non sono disposti a sopportarli.

Tuttavia lo shadow banking da solo non è capace di soddisfare la necessaria capacità di assorbimento del rischio internamente, in virtù della presenza di margini piuttosto bassi, rispetto a quelli che sarebbero necessari per sostenere da soli un backstop. In questa prospettiva, per essere sicura di distribuire facilmente i rischi all'interno del sistema finanziario, la banca ombra si concentra sui rischi "duri" che sono facili da misurare, prezzare e comunicare, ad esempio attraverso punteggi di credito e informazioni verificabili. Ciò significa che questi servizi sono contestabili, con margini troppo bassi per generare un capitale interno sufficiente a tamponare i rischi residui. Pertanto, la banca ombra ha bisogno di accesso a un backstop, cioè un'estensione della propria capacità di assorbimento del rischio esterna all'attività bancaria ombra.

Peraltro anche il backstop per deve essere sufficientemente profondo e si può ottenere in due modi: uno privato (appoggiandosi e facendo affidamento sul valore di franchising delle istituzioni finanziarie esistenti) in cui molte attività bancarie ombra operano all'interno di grandi banche o trasferiscono i rischi su di esse (come avviene per la liquidità in cartolarizzazione o con i backstops per REITS); un altro è pubblico e utilizza garanzie pubbliche esplicite o implicite (tra gli esempi figurano, oltre alla garanzia implicita generale alle banche "troppo grandi per fallire" (too big to fail), le

grandi banche attive in banche ombra o le operazioni di emissione di titoli del Tesoro della Federal Reserve (TSLF) che restituisce collateralmente in molti altri titoli⁷.

Riuscire a discernere se un'attività si basa su un backstop o meno per operare può essere utilizzata come il test chiave per capire se ci si trova di fronte allo shadow banking. Ad esempio, le normali attività del mercato dei capitali non hanno bisogno di una capacità di assorbimento del rischio esterna al loro sistema (perché alcuni, come i depositari o i servizi di mercato, non implicano alcuna trasformazione dei rischi, mentre altri, come hedge funds, hanno margini elevati e investitori che non cercano di evitare rischi specifici) e quindi non sono banche ombra. Pertanto, solo le attività che necessitano di un backstop perché combinano la trasformazione dei rischi, i margini ridotti con i rischi residuali di coda sono sistemi bancari ombra rilevanti.

1.3 Gli attori dello shadow banking

Per identificare gli operatori dello shadow banking è d'aiuto comprendere anzitutto che esiste una molteplicità di attori, non solo una categoria facilmente confinabile in una definizione. In questo contesto, va rilevato come primo passo l'elemento che accumuna tale varietà di soggetti finanziari: essi svolgono un'attività bancaria parallela ed esterna a quella legale e tradizionalmente regolamentata dai sistemi legislativi. Tra essi vi sono le società finanziarie (come i conduit), i fondi comuni di investimento di tipo speculativo (hedge funds) e i contratti di riacquisto (repo).

Conduit	È una società veicolo che di solito (benché non sia sempre così) viene costituita dagli istituti finanziari per uno
----------------	---

⁷ Cfr. https://ppiccini52.files.wordpress.com/2015/01/dossier_quantitative-easing-2201.pdf

	<p>scopo specifico (in inglese, special purpose vehicle) il quale è rappresentato dal trasferimento di una massa di crediti (e le relative garanzie), al di fuori delle istituzioni finanziarie che li hanno creati. L'elemento chiave con i conduit è che essi rimangano slegati formalmente con la casa madre, in considerazione da un lato, dei problemi di bilancio che altrimenti si svilupperebbero per la società che dovrebbe provvedere al bilancio consolidato (perché la società veicolo sarebbe riconosciuta sostanzialmente come parte integrante del gruppo negando, di fatto, l'obiettivo originario della sua creazione, ovvero il trasferimento del rischio), dall'altro, delle problematiche di reputazione per la società principale qualora il conduit creato si trovi in difficoltà (come è successo durante la crisi del 2007/08)⁸. Nel sistema dello shadow banking i conduit più frequenti sono quelli creati allo scopo di effettuare investimenti in titoli c.d. strutturati, cioè strumenti finanziari <i>complessi</i> che incorporano all'interno di uno strumento di debito di tipo tradizionale un contratto derivato,</p>
--	--

⁸

Cfr.

<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/C/Conduit.shtml?uuid=55a17ba2-5804-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero>

	<p>solitamente di tipo opzionale⁹. La componente obbligazionaria garantisce il rimborso del capitale a scadenza (per l'intero valore nominale) più eventuali cedole periodiche, mentre la componente derivata determina la variabilità del rendimento, ma, a differenza di quanto accade coi titoli obbligazionari tradizionali, entrambe le parti si trovano all'interno di un unico strumento finanziario.</p>
<p>Hedge funds</p>	<p>La definizione di questo tipo di fondo si scontra con la varietà di realtà ascrivibili a questa fattispecie, complice anche l'inesatta (in parte) traduzione effettuata dal legislatore italiano: "fondi speculativi". Infatti, vi sono stili e modalità di gestione molto diversi tra loro cui viene attribuiti questo nome. Principalmente, ci si impegna in tali tipi di operazioni finanziarie, spinti dalla ricerca del rendimento assoluto e che non dipenda dall'andamento del mercato in generale. Ciò che distingue lo strumento da quanto operato dai gestori tradizionali è che l'hedge fund è uno strumento finanziario in grado di utilizzare uno o più strumenti o strategie di investimento</p>

⁹

Cfr. <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Obbligazione%20Strutturata>

	<p>(come l'hedging¹⁰ e lo short selling¹¹) che invece i gestori tradizionali non possono usare.</p> <p>Alla libertà di usare tali strategie con il contro bilanciamento dei maggiori guadagni, corrispondono costi più alti (anche non necessariamente monetari, ma, ad esempio, di minore trasparenza o qualità) per il risparmiatore pagato e commissioni di gestione più alte. Ciò perché la forza dell'hedge fund sta nel guadagnare le crepe di inefficienza del mercato (pratica che se fosse seguita da tutti gli operatori, non sarebbe più così remunerativa). Il mercato dei fondi speculativi non è molto popoloso e vi è quindi una difficoltà di disinvestimento per i soggetti coinvolti, che possono solo cedere a terzi le proprie quote (che in Europa, peraltro hanno un taglio minimo di 500 mila euro). In questa prospettiva, sono stati creati dei fondi collettivi di raccolta del pubblico risparmio che investono in fondi hedge della cui</p>
--	---

¹⁰ “Strategia di coprire attraverso vendite allo scoperto ed uso di derivati il portafoglio dalla volatilità di mercato: se questo nel complesso sale, si beneficerà dei guadagni in conto capitale dei titoli detenuti; in caso di ribassi, invece, le posizioni corte e/o i derivati garantiranno guadagni in grado di controbilanciare il deprezzamento delle posizioni lunghe”. Cfr. <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondohedge.htm>.

¹¹ “Pratica di prendere a prestito titoli di cui si prevede la possibilità di ribasso, venderli sul mercato investendo i proventi e ricomprando poi gli strumenti finanziari in questione per restituirli a scadenza, lucrando la differenza tra prezzo di vendita e prezzo di riacquisto. La Sec (l'equivalente Usa della Consob) per evitare rischi eccessivi ha imposto il margin account, cioè l'obbligo di mantenere un deposito vincolato (in contanti o titoli) pari al 50% del valore dei titoli shortati (venduti), integrando quindi il versamento iniziale nel caso in cui il prezzo degli strumenti venduti risalga, obbligando di fatto a chiudere le posizioni corte se le perdite diventano molto alte”. Cfr. <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondohedge.htm>

	selezione sono incaricati dei professionisti.
Contratti repo	I contratti repo, di cui si è fornita la definizione in precedenza, sono le cosiddette operazioni “pronto contro termine”, in cui dei due contraenti, uno vende un titolo contro contanti, e allo stesso tempo si impegna a riacquistare quel titolo allo scadere di un breve periodo (dall’overnight a qualche mese), dietro pagamento del prezzo originario aumentato dell’interesse al fine di aggiungere o togliere liquidità al sistema bancario ¹² .

1.4 Banking tradizionale e shadow banking

Nel sistema economico nel quale ci troviamo, la maggior presenza di richieste di prestiti e concessione di crediti può essere interpretata come un sintomo del buono stato di salute e funzionamento dell’economia. Se questo sistema funziona, allora gli individui utilizzano denaro preso in prestito da un’istituzione individuale o finanziaria per effettuare acquisti generali (ad esempio per acquistare una casa o un’automobile o per finanziare gli studi superiori dei propri figli). Dal punto di vista delle imprese, queste ultime utilizzano il credito in fase di start-up e acquistano immobili, costruiscono impianti e acquistano attrezzature e materie prime o beni. Per accedere al credito le imprese possono o rivolgersi al sistema bancario tradizionale che coinvolge

¹²

Cfr.

<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/R/Repo.shtml?uuid=11ed0626-5807-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero>

mutuatari e finanziatori o ad un sistema parallelo, lo shadow banking appunto, che svolge una funzione simile ma attraverso istituzioni finanziarie specializzate. Il sistema bancario ombra funziona al di fuori della regolamentazione del sistema bancario tradizionale e per questo motivo è chiamato ombra.

In pratica da un lato, vi è il canale di finanza diretta costituito da fondi che si spostano direttamente da un prestatore a un soggetto che richiede credito, cioè non c'è intermediario ed è un modo piuttosto complicato di far circolare i capitali (da prestare o prendere in prestito) a causa delle difficoltà nel trovare un prestatore e determinare le condizioni ecc. Il secondo modo di prestito è chiamato finanziamento indiretto ed è caratterizzato dalla presenza di una terza parte - o intermediario - come una banca, in un processo chiamato intermediazione finanziaria, del quale proprio la banca tradizionale è la forma più nota.

In questo contesto, le banche tradizionali per il loro ruolo nell'economia dei paesi sono soggette a regolamenti stringenti per garantire la stabilità dell'intero sistema finanziario: esse sono legalmente tenute a detenere depositi in forma di capitale in una certa quantità per garantire la stabilità del sistema in cui operano e per tutelarsi dalle perdite. A ciò si aggiungono le garanzie del governo sotto forma di assicurazione di deposito, su conti individuali (ad esempio fino a 250 mila dollari negli USA) in caso di fallimento della banca. Oltre alle garanzie sui depositi, le banche centrali possono aiutare anche le banche come prestatore di ultima istanza e ciò implica che, in caso di necessità di fondi a breve termine, la banca tradizionale può prendere in prestito da quella centrale del proprio paese accedendo ad un ulteriore ammortizzatore. Tuttavia, in considerazione dei costi derivanti dalla regolamentazione delle banche tradizionali, l'industria dello shadow banking è aumentata nei buchi dell'arbitraggio regolatorio.

Dunque, come visto, le banche ombra non sono equiparate legislativamente a quelle tradizionali (esse, ad esempio, non devono tenere un certo ammontare di denaro come deposito di garanzia), ma allo stesso tempo svolgono la stessa funzione della banca tradizionale, trasmettendo denaro dai prestatori a chi chiede un prestito. Questi ultimi, a loro volta, nel sistema di shadow banking, ottengono comunque fondi dalle istituzioni finanziarie per comprare case, pagare gli studi o il debito della loro carta di credito, ma la differenza fondamentale con la banca tradizionale è che qui dietro al prestito non vi è un reale deposito, ma la finanziaria erogatrice del prestito vende i prestiti ad un'altra istituzione finanziaria che accumula il prestito insieme con molti altri. Questi accumuli di prestito sono cartolarizzati in un processo a più fasi: vengono creati diversi strumenti finanziari dai pagamenti dei prestiti man mano stratificati.

Sebbene i due sistemi di banca tradizionale ed ombra appaiano funzionare in modo del tutto simile nel trasferire prestiti al proprio cliente, le modalità di finanziamento del loro capitale sono totalmente diverse, in considerazione dei costi della regolamentazione. In altri termini, dal momento che il sistema bancario tradizionale è regolato dai governi, i suoi costi di gestione sono maggiori, mentre nel sistema parallelo, la banca ombra non sopporta questi costi. A causa dei tassi di interesse inferiori ai tassi di interesse del sistema bancario tradizionale, quindi, il tasso di crescita dell'operazione delle banche ombra è superiore a quello bancario tradizionale (Fig. 1.1).

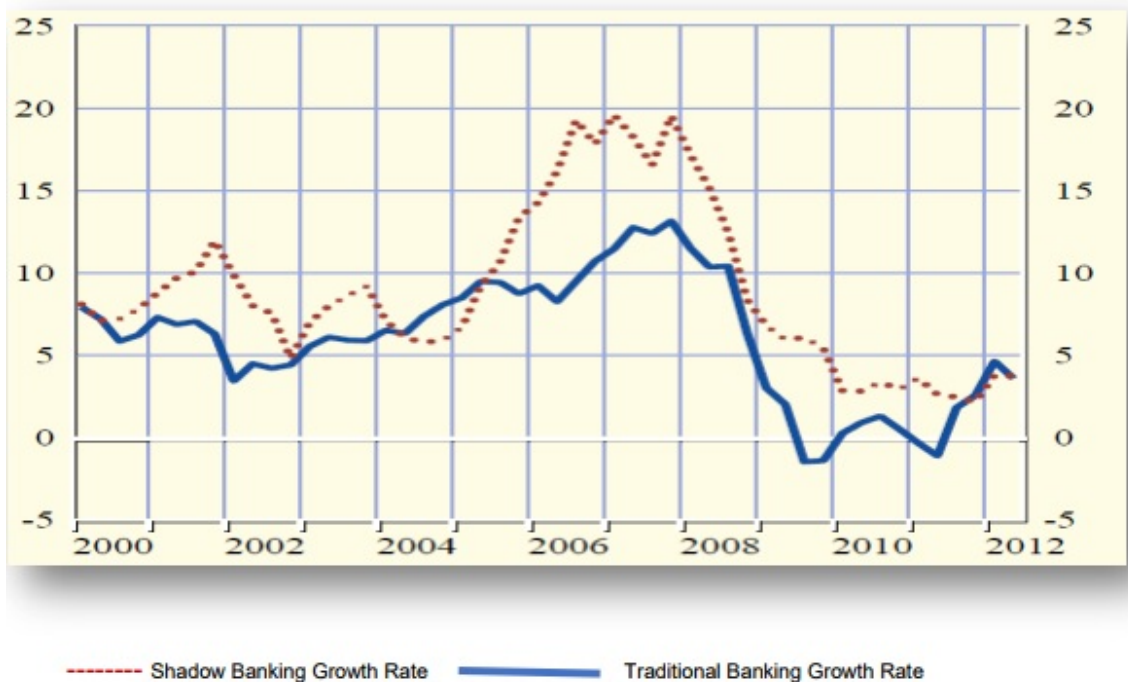


Figura 1.1: Tasso di crescita annuale delle attività bancarie e di altri intermediari nell'area Euro (%).

Se analizziamo l'andamento dei tassi di crescita nel periodo a cavallo della crisi, ad esempio, rileviamo che quelli delle banche tradizionali tra il 2000 e 2012 sono inferiori al settore ombra nell'area Euro. Nel 2002 si verifica il calo nel settore bancario tradizionale, mentre di contro in quello ombra si osserva una crescita. Dal 2007, con il picco della crisi finanziaria mondiale, la volatilità ha registrato una caduta di entrambi i tipi bancari, sebbene quello ombra sia rimasto leggermente più alto rispetto a quello tradizionale.

Tuttavia, l'andamento registrato durante lo scorso decennio trova un riscontro anche negli anni più recenti secondo i dati raccolti in 26 giurisdizioni (comprese Irlanda e tutta l'area Euro)¹³. Basti pensare che le attività globali dei soggetti finanziari

¹³ FBS (Financial Stability Board), *Global shadow banking monitoring Report 2015*.

classificati come shadow banking hanno continuato con la tendenza al rialzo, aumentando di 1,1 trilioni di dollari nel 2014 e raggiungendo i 36 trilioni (Tab. 1.1).

	Dimensione nel 2014 (in trilioni di dollari)	Crescita ne 2014 (%)	Crescita annuale media (2011-2014, %)
Banche	135	6,4	5,6
Altri intermediari finanziari	68	9,0	6,3
Shadow banking	36	10,1	6,3

Tabella 1.1: Attività degli intermediari finanziari.

Sulla base di questa misura, le attività aggregate di tutto il sistema bancario parallelo in queste giurisdizioni sono aumentate in media di 1,3 trilioni ogni anno dal 2011. La crescita degli asset bancari ombra a livello globale nel 2014 si è verificata all'interno di un contesto di leggero calo del patrimonio del sistema bancario globale che, tuttavia, dopo un aumento significativo nel 2011 e nel 2012, è rimasti pressoché stabile fino al 2013 ed è diminuito leggermente nel 2014, raggiungendo 135 trilioni di dollari.

1.5 I rischi e la regolamentazione

Con la crescita del comparto dei fondi d'investimento avvenuta in Unione Europea nell'ultimo decennio, esso è diventato centrale per il sistema finanziario dell'UE, incrementando contestualmente il suo coinvolgimento nell'intermediazione creditizia

e nei mercati dei capitali. Di conseguenza, è aumentata in parallelo anche la possibilità che, in potenza, questo settore giochi un ruolo primario nel causare un altro shock di mercato. I rischi per la stabilità del sistema finanziario si potrebbero riscontrare soprattutto nell'aumento della trasformazione di liquidità in azioni rimborsabili, nell'esposizione crescente al rischio dei crediti e dei tassi d'interesse e nella diffusa mancanza di trasparenza del settore. In questo contesto, l'impatto della pressione della vendita sulle condizioni del mercato potrebbe essere aggravato ulteriormente da una scarsa liquidità del mercato secondario e dai relativi investimenti e accumuli di fondi dei gestori patrimoniali.

Nonostante si sia cercato durante tutto l'ultimo decennio di raccogliere dati importanti rilevanti sullo stato dello shadow banking, la capacità delle autorità di monitorare i rischi a livello settoriale rimane alquanto limitata. La pratica dell'indebitamento creata anche tramite strumenti derivati o usata in operazioni di prestito titoli e di finanziamento è, infatti, difficile da monitorare, così come la rilevante trasformazione delle scadenze e della liquidità. Tali operazioni di "esternalizzazione" inizialmente sono state realizzate tramite l'utilizzo di società veicolo (come le conduit di cui si è parlato nel precedente paragrafo) che esibivano all'attivo gli impieghi a medio e lungo termine ceduti dalle banche e al passivo titoli a breve termine garantiti dalle attività bancarie cedute e assistiti da linee di liquidità messe a disposizione dalle banche stesse. Come è facile intuire, ciò ha creato una forte interdipendenza con le banche tradizionali, elemento che, in combinazione con la rilevante eventualità di contagio tra intermediari, il disallineamento rispetto al regime prudenziale proprio delle banche, ecc. hanno accresciuto la probabilità di crisi sistemiche con gravi effetti negativi sull'economia reale, indipendentemente dall'area geografica nella quale si origina il

fenomeno, così come è avvenuto nel 2007/08 nonostante l'Europa non avesse sviluppato molto lo shadow banking. Proprio in considerazione di tali rischi, le attività di shadow banking hanno attirato l'attenzione dei regolatori, che hanno organizzato diverse misure a livello mondiale (in primis negli Stati Uniti e in Europa) per frenare la crescita incontrollata e non regolamentata del settore.

Tuttavia, preso atto delle criticità del settore, il sistema di shadow banking, come evidenziato dalla Commissione Europea, può costituire una risorsa cruciale nel piano di rilancio della crescita economica in Europa, al patto che venga opportunamente regolamentato, fornendo in tal modo alle imprese forme alternative di finanziamento rispetto all'indebitamento bancario¹⁴.

Vi sono diversi punti di vista riguardo alla misura in cui i fondi d'investimento dovrebbero essere considerati parte del settore ombra e, quindi, destare le stesse riserve degli altri strumenti finanziari del gruppo. Secondo l'approccio dell'FSB (Financial Stability Board), le autorità considerano i fondi d'investimento come parte del settore bancario ombra se i fondi presentano “caratteristiche che li rendono suscettibili a funzionare”. Tutte le misure aggregate di questo tipo mascherano un'alta percentuale di eterogeneità tra vari tipi di fondi, ma anche all'interno di ogni tipo di entità. In quest'ottica, alcuni, tipi di fondi tendono ad essere più propensi al rischio rispetto ad altri a causa della loro struttura di finanziamento e del tipo di attività in cui investono. Maggiore è la leva finanziaria, la discrepanza nella liquidità e la dimensione di determinati intermediari, tanto più probabilmente i gestori finanziari saranno in sofferenza e dovranno imporre esternalità sulle altre parti del sistema finanziario. Ad esempio, più fondi “leveraged hedge” tendono ad avere maggiori probabilità di

¹⁴ <http://www.consob.it/web/investor-education/il-sistema-finanziario-ombra>

sofferenza rispetto ai fondi del mercato monetario, che devono sostenere restrizioni più invasive in termini di situazione di indebitamento.

Capitolo II

Funzionamento e controlli

2.1 Securitization

Come abbiamo visto nel primo capitolo, la differenza chiave tra il sistema bancario tradizionale e lo shadow banking deriva dalle loro modalità di finanziamento, poiché il primo, si finanzia tramite i depositi ed eventualmente godono della copertura di liquidità della banca centrale, mentre il secondo si finanzia attraverso il mercato. Ciò espone per forza di cose i suoi attori ad un potenziale rischio di liquidità, oltre e al rischio di dover rivendere sott-prezzo le attività dei loro portafogli. In sostanza, il credito nasce da un bene reale o finanziario chiamato collaterale che garantisce il debito contratto dall'altro soggetto dell'accordo. Di solito questi beni sono titoli ipotecari e cartolarizzati, ovverosia, in riferimento a questi ultimi, attività indivise che vengono trasformate in attività divise per poterle vendere sul mercato (operazione di "cartolarizzazione", cioè trasformazione in titoli di carta). Ad esempio, se tra le attività della banca sono presenti dei prestiti immobiliari, questa può scegliere di cartolarizzarli, in modo, cioè, da poter emettere dei titoli che hanno come garanzia quei mutui (Fig. 2.1). La vendita può avvenire verso investitori privati o istituzionali (società veicolo dette SPV) abilitate all'emissione di titoli che incorporano i crediti ceduti (queste versano all'azienda cedente la cifra ottenuta mediante emissione e collocamento di obbligazioni)¹⁵ proporzionale al merito creditizio, e così la banca

¹⁵ Cfr. <http://www.solofinanza.it/28052013/che-cos-la-cartolarizzazione/8511>

riesce a rientrare dei soldi prestati ai mutuatari e i fondi che rientrano nel bilancio della banca possono essere usati per espandere la propria attività¹⁶.

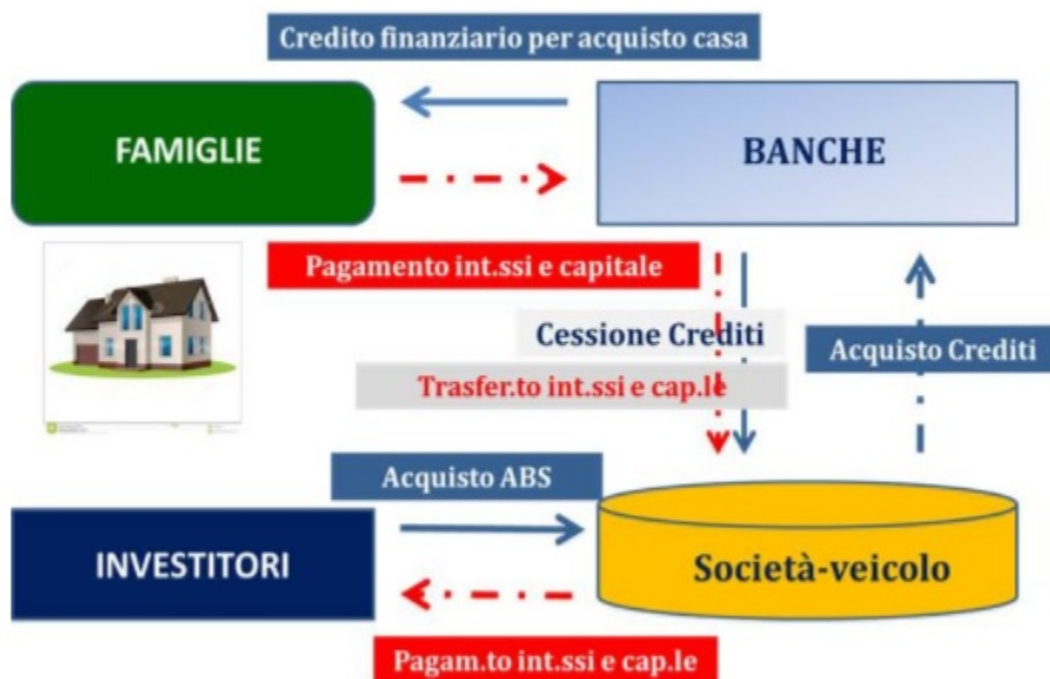


Figura 2.1: Esempio di funzionamento della cartolarizzazione.

I titoli cartolarizzati, similmente a quanto previsto per le obbligazioni normali, sono a scadenza e hanno un tasso di interesse, mentre il servizio del debito è legato ai rimborsi e ai pagamenti di interessi da parte degli originali mutuatari. In questa fattispecie contrattuale, la banca ha innanzitutto il vantaggio di smobilizzare quelle attività poco liquide e, secondariamente, sposta sul nuovo acquirente il rischio legato a quei mutui.

¹⁶

<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/C/Cartolarizzazioni.shtml?uuid=3ea06d4c-5803-11dd-93cb-a54c5cfd900DocRulesView=Libero>

In questa fattispecie commerciale, il credito viene quindi ceduto a terzi e, al momento del rimborso, dovrebbe essere garantita la restituzione sia del capitale che delle cedole degli interessi, ma se il credito diventa inesigibile, chi ha acquistato titoli cartolarizzati perde entrambi.

Quanto alle attività per cui si effettua la cartolarizzazione, esse possono variare dai mutui ai crediti connessi alle carte di credito, da singoli prestiti concessi a grossi prenditori di fondi ai prestiti agli studenti universitari (ad esempio negli Stati Uniti) o a un portafoglio di “microprestiti” per gli acquisti di auto. Peraltro tale pratica viene adottata talvolta anche dagli Stati sia per le maggiori operazioni che per quelli minori, locali. Un esempio è quello dell’INPS in Italia, che può cartolarizzare i crediti contributivi nei confronti delle aziende.

Anche dal punto di vista del trasferimento di rischio vi sono molteplici opzioni perché nel caso dei mutui, ad esempio, il rapporto fra mutuante e mutuatario diventa meno stringente e ciò conduce a situazioni negative come quella dei subprime del 2007/08 causata da una concessione di prestiti immobiliari più semplificata.

Nello shadow banking system, il funzionamento è simile: i diversi enti finanziari che operano nel sistema si trasferiscono il collaterale in cambio di nuovo credito. La differenza sta nel fatto che questo credito è garantito dal titolo stesso, ma creato ex novo, per poi trasformare liquidità, maturità e merito creditizio.

Le società veicoli finanziarie che si occupano di securitization sono un sottoinsieme di veicoli speciali destinati al trasferimento del rischio di credito, che trasformano, come detto poc’anzi, le attività illiquide in titoli di debito più liquidi e in alcuni casi, si servono di strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito. L’attenzione sui rischi dello shadow banking all’interno delle società veicolo finanziarie riguarda

in primis l'intermediazione creditizia e, in particolare, i suoi legami con il settore bancario (la securitization può, infatti, contribuire a un'eccessiva leva diffusa nel sistema e a standard più bassi per la concessione di prestiti, unitamente al fatto che le partecipazioni in società veicolo sono generalmente trascurabili, ma portano meccanicamente ad un alto indebitamento a livello di singola entità).

Dal momento che le forme alternative di accesso al credito crescono, si può prevedere una "rigenerazione" dei finanziamenti attraverso la cartolarizzazione, in considerazione della natura dell'attività, che è un mezzo critico per consentire ai concessionari dei prestiti ipotecari di recuperare la liquidità per fare nuovo prestiti. Pertanto, ad esempio, un prestatore di mutui per un totale di 10 mila euro, può securitizzare i prestiti e riacquisire tra la sua liquidità una somma vicina ai 10 mila euro per poter fare ulteriori prestiti, i quali, a loro volta, possono essere cartolarizzati, e così via. Nelle imprese pubbliche, il funzionamento della securitization è alla base della rigenerazione finanziaria¹⁷, ma, a seguito della grande recessione partita dagli Stati Uniti, è stata parzialmente soggetta a regolamentazione. Un esempio proprio del Paese americano è il Dodd-Frank Act che impone una soglia di protezione dai rischi del 5%, non assicurata per le cartolarizzazioni di prestiti ipotecari di intermediari non pubblici.

Anche in Italia la cartolarizzazione è stata ripetutamente impiegata dalle banche (sotto forma di crediti in sofferenza) e dagli enti pubblici, ma a seguito della crisi finanziaria e della stretta al credito da parte degli istituti finanziari tradizionali, sia il legislatore nazionale che le autorità di regolamentazione europee hanno cominciato a riconoscere,

¹⁷ Cfr. <https://financialservices.house.gov/uploadedfiles/052511sifma.pdf>

pur con i rischi sistemici già messi in evidenza, il valore della cartolarizzazione per le piccole e medie imprese che si sono visti spesso negati i finanziamenti dalle banche. Infine, oltre ai vantaggi già visti in merito all'accesso ai capitali finanziari da parte di PMI in difficoltà nei canali tradizionali, allo smobilizzo e al ritorno in possesso di capitali prestati e vincolati per medio/lungo periodo per gli enti prestatori, la securitization ha anche il vantaggio, per le società, di ottimizzare la gestione dello stato patrimoniale e dei rischi di tasso di interesse, di valuta e di credito grazie a cessioni accuratamente selezionate.

2.2 Shadow banking come risorsa finanziaria e leva finanziaria

Come abbiamo avuto di accennare altrove nel testo, durante la crisi e negli anni immediatamente successivi, il settore bancario ombra ha rappresentato un importante canale di supporto per l'economia reale, fornendo una preziosa fonte di finanziamento e coprendo le falle del sistema tradizionale. Sebbene non sia del tutto chiara statisticamente la determinazione dell'importo del credito concesso al settore non finanziario dell'area dell'euro da parte del più vasto settore di shadow banking, esistono statistiche più dettagliate in grado di consentire un'analisi dell'evoluzione dei prestiti al settore privato non finanziario (Fig. 2.2):

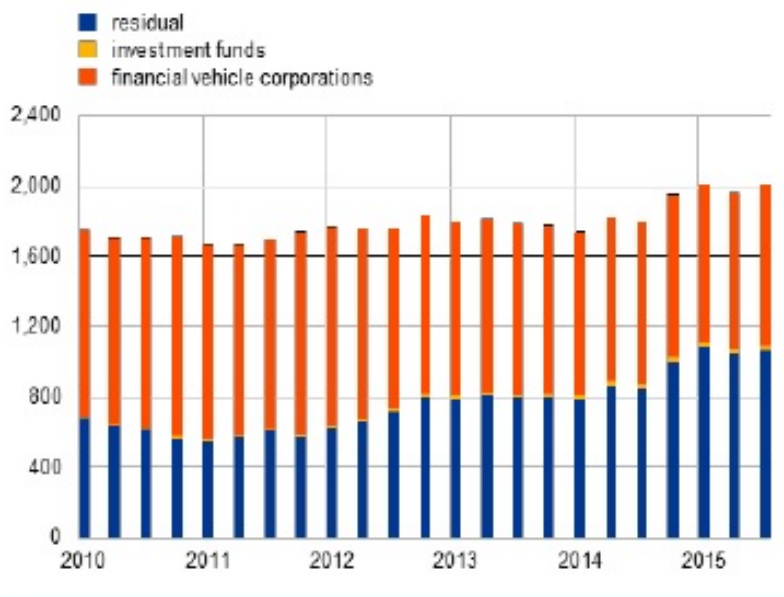


Figura 2.2: Prestiti al settore privato non finanziario nell’Euro area. Fonte: Banca Centrale Europea, *Shadow banking in the euro area: risks and vulnerabilities in the investment fund sector* (giugno 2016).

Le entità finanziarie in senso lato offrono circa 2 trilioni di euro in prestiti al settore privato non finanziario dell’area dell’euro, di cui 900 miliardi di euro provengono dalle società veicolo, mentre la parte residuale è detenuta da altri soggetti finanziari del Lussemburgo, dei Paesi Bassi e dell’Irlanda, di cui non tutti devono essere considerati come shadow banking.

Tuttavia, la crescita dei prestiti più deboli ha determinato un calo dell’attività di cartolarizzazione e quindi una contrazione delle società veicolo finanziarie a partire dal 2011, compensata, però, dall’aumento delle partecipazioni in titoli di debito da parte del settore dei fondi di investimento.

Come leva

La cosiddetta leva finanziaria (“leverage”) è il mezzo attraverso il quale un soggetto ha la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie di valore pari o maggiore

al capitale posseduto e, di conseguenza, potrà usufruire di un rendimento potenziale più alto rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante, ma al contempo si accollano un rischio di perdite molto più significative.

Rispetto al tradizionale settore bancario in cui le attività sono spesso più di 10-30 volte la dimensione del capitale azionario, la leva finanziaria nel settore dei fondi di investimento è bassa e il patrimonio complessivo è molto inferiore al doppio dell'ammontare del patrimonio netto. Tuttavia, i tassi di leverage finanziari del titolo possono sottostimare il vero grado di rischio, in virtù del fatto che le esposizioni sintetiche¹⁸ non sono necessariamente riflesse nelle statistiche di bilancio e l'equità è generalmente una fonte meno stabile di finanziamenti nel settore dei fondi.

Tipicamente, la leva finanziaria nel settore dei fondi viene creata sinteticamente attraverso esposizioni di strumenti derivati o tramite transazioni di prestiti e titoli. Questi creano passività potenziali che diventeranno reali se una posizione crea una perdita o se i margini incrementano. In conseguenza di ciò, le passività non sono necessariamente esposte sui bilanci ex ante, ma aggiungono certamente un rischio, nel complesso.

Si prenda ad esempio il caso in cui un soggetto abbia la disponibilità di 100 euro da investire in un titolo e che le condizioni di aspettativa (positiva o negativa) iniziali siano pari al 30%. Ciò significa che in caso di guadagno, il soggetto avrà 130 euro, in caso di perdita, ne avrà 70. Questo è un caso di semplice speculazione in cui scommettiamo su un determinato evento.

¹⁸ Il trasferimento del rischio di credito viene realizzato mediante l'utilizzo di derivati su crediti o di garanzie personali, senza che le singole attività o il portafoglio di attività siano oggetto di cessione.

Nell'ipotesi in cui oltre ai 100 che sono in nostro possesso già in parte, il soggetto decidesse di rischiare altri 900 euro aggiuntivi che ha preso in prestito, allora gli outcome sarebbero differenti, nel senso che si potranno ricevere 1300 euro in caso di esito positivo che, al netto dei 900 presi in prestito e da restituire, si trasformano in 300 euro di guadagno (+300% rispetto a quanto si sarebbe ottenuto con la speculazione semplice). Quindi il principio è chiaro: con la leva finanziaria si amplificano i guadagni derivanti da un titolo, ma si aumentano di molto i rischi in caso di perdita (se il titolo si deprezza del 30%, lascia il soggetto con soli 700 euro a disposizione, di cui 900 sono da restituire con gli interessi; pertanto si avrà una perdita di oltre 300 euro su un capitale iniziale di 100).

Se da lato le strade aperte dalla leva finanziaria possono risultare interessanti, dall'altro, invece essa per l'investitore presenta costituisce un rischio che dovrebbe avere la dovuta attenzione. Il motivo è evidente: se il sistema finanziario è composto da agenti che si prestano soldi a vicenda per moltiplicare i possibili profitti, la perdita di un singolo investitore può avere una reazione a catena sull'intero mercato finanziario. Ad esempio, le banche spesso operano con un grado più o meno alto di leva finanziaria, ma rispetto al capitale netto disponibile, il totale delle attività in cui le risorse sono investite è di solito ben più alto. In questa prospettiva lo sviluppo indiscriminato del mercato degli intermediari finanziari, ha portato il modello di banca tradizionale (cosiddetto "originate-and-hold", ovvero crea e detieni, in cui la banca che ha concesso il prestito lo mantiene in bilancio fino alla scadenza) ad essere sempre più spesso sostituito da quello degli operatori "originate-to-distribute" ("crea e distribuisce") in cui l'intermediario inizialmente è in rapporto coi debitori, ma poi trasferisce a terzi il proprio prestito, recuperando la liquidità e il capitale che ha

investito o anche solo il rischio di credito (attraverso i derivati creditizi), amplificando ancora la leva finanziaria.

Come visto riguardo al settore bancario tradizionale, una notevole differenza con lo shadow banking sta nel fatto che le azioni del fondo di investimento non possono essere una fonte stabile di finanziamento (ad esempio se gli investitori vogliono ritirare il loro patrimonio netto in breve tempo). La fuoriuscita di capitale porta ad un aumento del rapporto di indebitamento se i fondi utilizzano prestiti per soddisfare le richieste di rimborso. Per restaurare il rapporto di leva finanziaria pre-fuoriuscita, i fondi devono vendere asset e per ogni dato flusso di uscite nette, un fondo leveraged deve vendere più asset di uno non leveraged. Anche a livelli più bassi, la leva finanziaria può avere un effetto sulle attività di acquisto e vendita dei gestori di fondi in modo prociclico. Se a ciò si aggiungono ulteriori fattori come la mancata corrispondenza tra liquidità e maturità, si può sostenere che tanto più grande è la leva - sintetica o meno – quanto più probabile è che accadano più ampi shock e si impongano esternalità sull'intero sistema finanziario.

Nell'Unione Europea, la leva finanziaria degli investimenti è regolata dalle direttive per gli investimenti collettivi in valori mobiliari e dalla direttiva per i gestori dei fondi di investimento alternativi. Mentre la prima direttiva impone restrizioni dirette sulla compilazione del bilancio (il prestito non deve superare il 10% dei beni temporaneamente considerati) e sull'uso della leva sintetica, la seconda non stabilisce limiti forti, ma richiede al gestore patrimoniale di applicare limiti di “leverage” ragionevoli sui fondi che gestisce.

Tuttavia, si applicano requisiti di reporting più rigorosi ai fondi d'investimento alternativi che sono “sostanzialmente finanziati”, restando comunque nei poteri delle

autorità nazionali la possibilità di imporre ulteriori restrizioni quando ciò è necessario per garantire la stabilità e l'integrità del sistema finanziario.

2.3 Vulnerabilità nel settore di fondi d'investimento

Il settore dei fondi d'investimento ha sicuramente il vantaggio di fornire importanti servizi di intermediazione al settore reale (come la riduzione delle lacune informative, la raccolta di attività, la ripartizione dei rischi di mercato e di liquidità). Tuttavia, esso porta con sé rischi specifici (comparato alle forme più dirette di finanza basata sul mercato) dovuti ai problemi dell'agente principale nella gestione degli investimenti collettivi e della trasformazione di liquidità, in presenza dei vantaggi della prima mossa. I principali rischi per la stabilità del sistema finanziario derivano da una trasformazione imperfetta della liquidità e dalla fornitura prociclica di liquidità ai mercati finanziari. In questa prospettiva, le preoccupazioni sulla solvibilità che emergono sono in parte mutate a causa di una quota elevata di equity nel comparto dei fondi; tuttavia la leva può anche svolgere un ruolo nell'amplificare gli shock di mercato. Mentre le perdite dirette sono generalmente sostenute dagli investitori del fondo, i costi sociali connessi con la trasformazione della liquidità e la leva possono incidere sul sistema finanziario nel suo complesso e devono essere mitigati per salvaguardare la stabilità finanziaria.

Altra vulnerabilità del settore scaturisce dalla trasformazione della liquidità ogni volta che il tempo impiegato per liquidare gli asset investiti sia maggiore di quello che occorre per scambiare le quote dei fondi per i contanti. Tale trasformazione di liquidità dovrebbe in generale offrire un rendimento positivo; tuttavia, la trasformazione di

liquidità porta anche un rischio di stabilità finanziaria che non si manifesta finché molti investitori non vogliono riscattare le proprie azioni contemporaneamente, e per tale ragione potrebbe essere sottovalutato. I costi sociali, in tal caso, comprendono l'aumento degli oneri di liquidazione delle attività o l'impossibilità di vendere quote del fondo se i rimborsi sono sospesi. In quest'ottica, gli investitori potrebbero essere in grado di ridurre al minimo i loro costi individuali uscendo da un fondo in anticipo, anziché in ritardo, cioè prima di fare altri investitori, ma tali vantaggi possono creare interazioni strategiche tra gli investitori, compreso il rischio di fuga di capitali che comportano costi maggiori per il sistema nel suo insieme.

Offrendo quotidianamente titoli esigibili anticipatamente richiesti per investire in strumenti meno liquidi, i fondi aperti possono contribuire ulteriormente all'illusione della liquidità, se gli investitori non tengono adeguatamente in considerazione il rischio di trasformazione della liquidità. In questa prospettiva, la concorrenza da parte delle imprese di asset management può portare a una gara verso la forma aperta, dove la promessa della liquidità giornaliera viene utilizzata come segnale positivo per attirare i capitali e, di conseguenza, crea una situazione in cui il livello di liquidità è non-ottimale a seguito della trasformazione nel sistema finanziario.

In ultimo, i flussi in uscita che superano una determinata soglia possono limitare la capacità dei fondi di fornire attivamente la liquidità al mercato in cui investono di norma ed è, quindi, probabile che i fondi di investimento consumino liquidità piuttosto che fornirla, in un mercato in condizioni di stress.

2.4 Rischi e opportunità

Nel corso di questi due capitoli si è discusso a proposito di diversi aspetti dei rischi derivanti dallo shadow banking. In questo paragrafo, prendendo spunto da quanto dibattuto all'università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, nell'ambito del convegno Nifa-World finance forum 2015, si vogliono rilevare i differenti punti vista da un lato, di chi ritiene il sistema ombra una parte preponderante della crisi finanziaria dello scorso decennio, dall'altro, di chi evidenzia la capacità di allargare gli ambiti dell'intermediazione finanziaria tradizionale. Il problema fondamentale, indipendentemente da come la si pensi riguardo allo shadow banking, tuttavia, resta la vaghezza dei confini tra le sue manifestazioni fisiologiche e anomale, oltre alla necessità di perfezionare la sua regolamentazione per renderla più efficace anche sul piano penale.

Tale regolamentazione si rende necessaria alla luce anzitutto delle forti interdipendenze tra il sistema bancario e lo shadow banking (che vengono amplificate da forme di arbitraggio regolamentare, mancanza di prudenzialità o da incentivi non corretti), secondariamente, per evitare che un evento negativo improvviso si possa ripercuotere su tutto il sistema a causa di fenomeni di "prociclicità" e di contagio tra intermediari o di nuovi rischi di volatilità inerenti ad un numero di entità ombra che operano negli stessi mercati. In terzo luogo, la presenza di intermediari che utilizzano la leva finanziaria (come si diceva, tramite l'uso di strumenti derivati) fungendo, così, da moltiplicatore dei rischi per l'intero sistema finanziario, attraverso i canali del rischio di liquidità e di controparte.

In questo contesto, si rileva come la regolamentazione europea finalizzata a rendere il sistema più resiliente agli shock sistemici negativi soffra di un problema di omogeneità del suo recepimento, una volta trasposta nei diversi ordinamenti nazionali poiché i

singoli concetti di “fondi rimborsabili dal pubblico”, “credito” e “deposito” hanno interpretazioni differenti in ciascun Paese e, di conseguenza, gli intermediari finanziari che svolgono attività simili potrebbero essere considerate “enti creditizi” in alcuni Stati membri, mentre in altri no. Al fine di anticipare i possibili rischi di instabilità finanziaria, l’Associazione Bancaria italiana (ABI) ha proposto un intervento sugli intermediari non bancari, da un lato, autorizzandone l’attività a opera dell’autorità di vigilanza, dall’altro, richiedendo loro il consolidamento ai fini di vigilanza (con una duplice natura: se gli enti sono controllati dalle banche, applicare haircut e se sono indipendenti, imporre requisiti minimi), in nome del raggiungimento di un’omologazione dei regolamenti (“stessa regolamentazione per attività similari”).

In Italia si è affrontato il problema regolamentando il mercato delle cartolarizzazioni in favore della creazione di strutture semplici e trasparenti in cui si emettono per la maggior parte Asset Backed Security¹⁹ piuttosto che strumenti derivati di trasferimento del rischio di credito. Tali freni, tuttavia, non sono stati sufficienti per arrestare la diffusione delle cartolarizzazioni nel nostro Paese negli anni a cavallo della crisi finanziaria.

In questa prospettiva, la Banca d’Italia ha sottoposto a una duplice consultazione gli schemi delle Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari con la cui emanazione si darà attuazione alla riforma del “titolo V” del Tub che ha previsto di riunire tutte le società finanziarie in un unico albo. Grazie a questo approccio, è auspicabile che vengano stabiliti più rigorosi principi di proporzionalità dell’azione di

¹⁹ Titoli obbligazionari che vengono emessi in seguito a un’operazione di cartolarizzazione. Similarmente alle obbligazioni tradizionali, questi titoli pagano al possessore varie cedole a scadenze prefissate, il cui valore è stabilito in base a interessi variabili o fissi. Cfr. <http://www.icer.it/asset-backed-security-abs-emissione-tipologie/>

vigilanza, congiuntamente ad una maggiore semplificazione e flessibilità normativa per gli intermediari più piccoli.

Al di là di quanto detto, tuttavia, è fondamentale non dimenticare che lo shadow banking è una risorsa unica che garantisce alle aziende medio piccole l'opportunità accedere ai finanziamenti alternativi a quello bancario e, in virtù di ciò, sorge la necessità di strumenti normativi che ne facilitino le transazioni, li armonizzino quanto più possibile e siano immediatamente esecutivi. Ciò detto, nonostante le precauzioni normative prese per contrastare l'eventualità che il sistema crolli di nuovo come nel 2008, non è escluso che in caso di shock negativo i singoli investitori possano soffrire ugualmente. E ciò è tanto più preoccupante quanto più il singolo Paese assiste alla crescita dello shadow banking (ad esempio in Cina).

Sulla scorta di quanto considerato, ha senso la scelta fatta da molti di governi di intervenire con il salvataggio di tutti gli intermediari afferenti al sistema di shadow banking (nonostante le garanzie fossero limitate solo ai depositi bancari).

In conclusione, al netto dell'analisi dei rischi legati allo sviluppo dello shadow banking e delle soluzioni normative che sono state studiate dai governi (a livello nazionale e sovra-nazionale) per anticipare e contrastare i fenomeni distorsivi fisiologicamente connessi con il funzionamento di tali forme non tradizionali di finanziamento, resta il fatto che il sistema finanziario alternativo a quello bancario è stato un evento positivo nel contesto di un periodo in cui le banche erano meno capaci di sostenere imprese e famiglie e stentano ancora ad affrancarsi del tutto dalla stretta al credito immediatamente successiva al 2008.

Infatti, l'esistenza di soggetti che, con capitali privati, siano disposti a finanziare infrastrutture, progetti industriali, artistici e di sviluppo sostenibile nel mondo è un

dato importante non negativo di per se stesso. Come riportato dall'articolo del Sole24Ore del maggio 2017, *“secondo una stima di McKinsey, da qui al 2030 serviranno 57mila miliardi di dollari di investimenti infrastrutturali nel mondo: una parte di questi soldi potranno arrivare dagli Stati, ma una parte dovrà arrivare dai mercati finanziari. Almeno - stima Standard & Poor's - 500 miliardi di dollari l'anno²⁰”*.

Similarmente, anche nel mondo imprenditoriale vi è stata una forte compensazione dell'andamento del credito poiché, se è vero che in 28 Stati presi in esame (secondo i dati del Fsb) il credito bancario ha visto un incremento medio del 2% annuo dal 2011 ad oggi, è vero anche che in Europa è calato (con particolare riguardo all'Italia). Questo calo è stato, per l'appunto, generalmente compensato dalla crescita del credito arrivato alle imprese dallo shadow banking (dai fondi d'investimento, ai veicoli finanziati etc.) che a vario titolo prestano soldi alle imprese direttamente o attraverso obbligazioni.

Il risultato che possiamo trarne, è che, considerato che in molti Paesi il credito alternativo è aumentato del 5-10% l'anno, e addirittura del 35% annuo in Cina, è evidente che allo stato delle cose, senza finanziamenti alternativi al sistema bancario, le conseguenze della crisi creditizia sarebbero state molto più gravi.

2.5 La risposta delle banche

Quello che emerge dal quadro tracciato, è che le banche stanno affrontando una serie di sfide difficili riguardanti il cambiamento di business e ambiente operativo per cui

²⁰ Cfr. <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-05-11/shadow-banking-34mila-miliardi-rischio-063840.shtml?uuid=AEL8uIKB>

stanno cercando le risposte strategiche. Ciò implica l'adattamento dei modelli di business, in considerazione, però, del fatto che non esiste una strategia comune e tagliata per tutti, per l'adeguamento del modello di business e che la strategia ottimale dipenderà dal punto di partenza di ogni singola banca e dal suo ambiente operativo. La concentrazione nelle competenze principali e la dismissione di attività ausiliarie sarà necessaria in molti casi.

Data le sfide cicliche di redditività derivanti dal basso tasso di interesse, le banche dovranno continuare ad aumentare la quota dei profitti derivanti dalle commissioni. I confronti internazionali suggeriscono che le banche dell'area Euro, però, hanno un significativo spazio di manovra per espandere i redditi non da-interessi. Tuttavia, tale spostamento è probabile che sia graduale e dipende anche dalla concorrenza sia endogena che esogena del settore bancario. Un altro modo per affrontare le pressioni della redditività è quello di aumentare ulteriormente l'efficienza dei costi. Il trend odierno che vede la migrazione continua dei clienti dai servizi bancari verso le piattaforme digitali, ha importanti implicazioni per i modelli di business delle banche e per le loro strategie di contenimento dei costi. Tali strategie includono, tra le altre cose, una razionalizzazione della rete di distribuzione al dettaglio e il miglioramento delle capacità di distribuzione multicanale. Ciò a sua volta richiede ulteriori investimenti nelle infrastrutture IT che richiedono grossi costi inizialmente, ma che potrebbero portare a notevoli risparmi di costo nel lungo periodo, sia in termini di espansione della base clienti che di una maggiore distribuzione dei prodotti.

Le banche con elevati livelli di NPL (Nonperforming Loans), che abbiano il supporto politico europeo o meno, dovranno migliorare molto la propria performance per affrontare il problema.

Capitolo III

Shadow banking in Europa

3.1 Cambiamenti strutturali nel settore finanziario dell'area Euro

I fondi di investimento non monetari e le società veicolo finanziarie sono inclusi nel settore degli “altri intermediari finanziari” (OFI²¹, dall'inglese other financial intermediary) la cui definizione è leggermente diversa da quella del FSB. Come abbiamo avuto modo di vedere nel precedente capitolo, a causa di varie contingenze inerenti al crollo della concessione di credito alle PMI ed alle famiglie, il settore finanziario non bancario si è sviluppato enormemente sia nell'area Euro che in Paesi importantissimi nello scacchiere economico mondiale, come ad esempio la Cina e sta acquisendo importanza nel settore finanziario più ampio dell'area Euro. In base a quanto riferito nel rapporto della Banca Centrale Europea, dei circa 68 miliardi di euro degli asset totali del settore finanziario nell'area Euro, quasi 28 miliardi di euro (circa il 40,5%) sono attualmente detenuti dalle entità finanziarie non bancarie, escluse le società di assicurazioni e i fondi pensione (Fig. 3.1), numeri paragonabili a quelli degli enti creditizi con oltre 31 miliardi in asset (circa il 46%).

²¹ “Settore OFI”, secondo la definizione data dalla BCE, è un sub-settore definito all'interno di ESA 2010 come costituito da altri intermediari finanziari (escluse le società di assicurazione e i fondi pensione), ausiliari finanziari e prestatori di denaro.

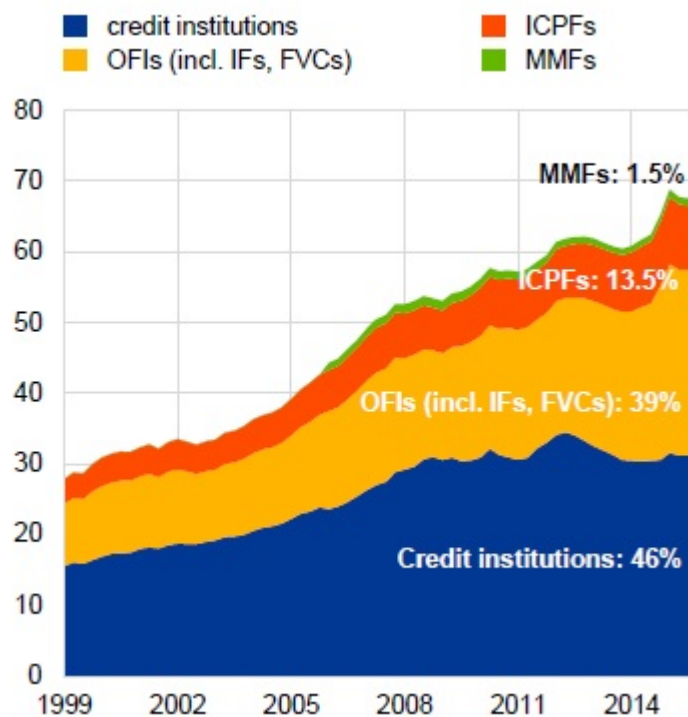


Figura 3.1: Asset finanziari totali dell'Euro area. Fonte: BCE, 2016.

In questo contesto, si osserva come negli ultimi sette anni la crescita degli del settore finanziario in tutta l'area Euro è stata guidata principalmente da soggetti finanziari non bancari, in particolare da fondi di investimento (+ 90%), compagnie di assicurazioni e fondi pensione (gli ICPF dall'inglese *insurance companies and pension funds* per il + 40% e altri rimanenti intermediari finanziari (+ 25%). Ciò è stato causato dal crollo del sistema creditizio tradizionale che ha dovuto operare un giro di vite ai flussi in uscita in forma di credito ai soggetti considerati di meno sicura solvibilità. Dunque, le attività bancarie inizialmente ha avuto il contraccolpo della crisi globale, ma da allora hanno raggiunto livelli vicini a quelli osservati alla fine del 2009.

Sulla scorta della portata assunta dal fenomeno in Europa, la BCE ha iniziato un'opera di ricerca volta a prendere coscienza delle reali dimensioni dello stesso e della natura dei capitali finanziari che vengono trasferiti tramite il sistema ombra. I dati raccolti

dalla BCE riguardanti i bilanci dei fondi di investimento (a partire dal 2008) e le società finanziarie veicoli (a partire dal 2009) hanno evidenziato alcune informazioni chiave sulla composizione e sui notevoli spostamenti del settore bancario ombra (Fig. 3.2).

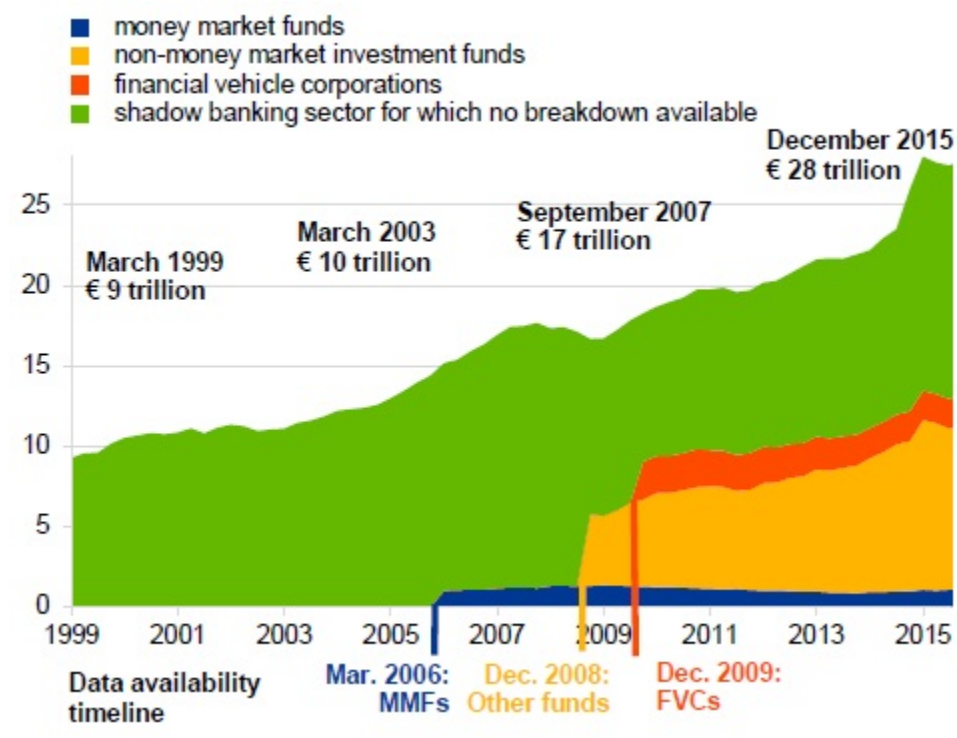


Figura 3.2: Asset bancari dello shadow banking nell'area Euro (considerando tutti gli enti finanziari non-monetari eccetto le società di assicurazione e i fondi pensione). *Fonte:* BCE, 2016.

Gli asset così analizzati sono più che raddoppiati nel corso dell'ultimo decennio per raggiungere quasi 28 miliardi di euro nel dicembre del 2015.

I tre fattori chiave che hanno influito sulle variazioni del settore bancario ombra nell'eurozona a partire dal 2008, possono essere ricollegate a tre sottoprodotti della crisi finanziaria:

- 1) Il processo di “disintermediazione” nei rapporti creditizi e la ricerca di rendimenti più elevati tra tassi di interesse storicamente bassi hanno

contribuito alla rapida espansione dell'industria dei fondi d'investimento (non monetari), come dimostra il fatto che i mezzi gestiti da queste società sono più che raddoppiati a partire dalla metà del 2009, raggiungendo i 10,3 miliardi di euro nel quarto trimestre del 2015;

- 2) In questa prospettiva di crescita, tuttavia, il settore dei fondi monetari ha subito una contrazione di circa il 20% in questo periodo, con un lieve rialzo nel 2014 e nel 2015, detenendo asset di circa 1,1 trilioni di euro nello stesso periodo del 2015;
- 3) Nel frattempo, il totale delle risorse delle società veicolo è diminuito di oltre il 20% dalla fine 2009 (più di mezzo trilione) fino ad arrivare, in quel trimestre, a 1,8 trilioni di euro a causa del calo nella domanda di prodotti cartolarizzati e del crollo dell'attività ipotecaria in taluni Paesi dell'area dell'euro.

Sebbene, la raccolta dei dati di bilanci sui fondi di investimento e sulle società veicolo abbia in gran parte consentito una migliore sorveglianza del settore bancario ombra, non risultano ancora disponibili delle statistiche dettagliate riguardanti più del 50% del settore (sulla base degli asset). Tuttavia, è possibile reperire alcune informazioni circoscritte su questa componente residua grazie ai dati contabili trimestrali, che è necessario fornire in seguito all'introduzione del nuovo sistema dei conti nazionali (Sec).

In quest'ottica, dunque, si scopre che i due terzi delle entità analizzate si trovano nei Paesi Bassi e nel Lussemburgo (Fig. 3.3) e che, nel primo caso, si tratta probabilmente di istituzioni finanziarie speciali poiché De Nederlandsche Bank stima che questi enti comprendano due terzi dell'ampio settore bancario ombra olandese. Le istituzioni finanziarie speciali sono costituite dalle società (principalmente non finanziarie) a fini

fiscali, per attirare finanziamenti esterni e facilitare le transazioni intra-gruppo. Sebbene classificate tra le “altre istituzioni finanziarie”, la maggior parte di tali IFS non si occupano di operazioni bancarie ombra. Nel caso del Lussemburgo, invece, la parte residuale comprende società di partecipazione e altre entità che non svolgono attività di shadow banking; tuttavia, i dati dettagliati mancano.

Per ciò che concerne l’Irlanda, nell’isola il settore in esame comprende società di tesoreria, società di leasing finanziario, società holding e società veicolo che non hanno come attività principale la cartolarizzazione e, mentre alcune di queste sono coinvolte nella creazione di prestiti e possono essere considerate parte del settore bancario ombra, altre non possono rientrare in questa definizione. In questo caso, comunque, sono stati raccolti i dati in dettaglio dei bilanci di società veicolo speciali (diversi dalle SPV) ed è stato sviluppato un database dalla Banca centrale d’Irlanda che dovrebbe consentire una valutazione più precisa²².

Limitate statistiche di bilancio sono servite per fornire un certo peso all’ipotesi che la maggior parte delle entità residuali siano istituzioni finanziarie speciali o società di holding: la metà delle loro risorse sono prestiti, la maggior parte delle quali per le imprese non finanziarie dell’area Euro e l’altra metà in gran parte costituite da titoli azionari (per i quali non è disponibile la ripartizione). Le IFS rilasciano titoli di debito e prestano credito alle imprese, mentre le società di holding non hanno operazioni, ma detengono azioni di altre società. Tuttavia, senza ulteriori statistiche dettagliate, la componente residua, che comprende anche, ad esempio, broker-dealers, dovrà continuare a essere monitorata.

²² Cfr. <https://www.centralbank.ie/statistics/statistical-reporting-requirements/special-purpose-vehicles>

3.2 L'esposizione delle banche europee alle entità dello shadow banking

In questo paragrafo il focus è sulle esposizioni dirette delle banche dell'UE rispetto a società afferenti all'ambito dello shadow banking e che operano in vari punti a livello globale²³. Portando avanti un progetto più ampio di tutela del sistema economico e, quindi, finanziario dei Paesi membri, nel 2015 l'Autorità bancaria europea ha elaborato (attingendo da una raccolta unica di dati) una mappatura dei collegamenti transfrontalieri e tran-settoriali al fine di tracciare possibili percorsi di contagio, sia a livello nazionale che a livello individuale.

Sulla scorta di quanto detto in questa sede e nei precedenti capitoli riguardo alle interconnessioni tra lo shadow banking e il sistema tradizionale da un lato, e alle complesse catene di intermediazione finanziaria che possono anche includere banche e che lo shadow banking ha contribuito a formare, dall'altro, è inevitabile unire i punti tra questo mix e la crisi finanziaria del 2008. L'interazione delle banche tradizionali con quelle ombra, infatti, può portare all'amplificazione di rischi sistemici e ricadute a grappolo che si possono trasmettere attraverso settori e frontiere nazionali. In particolare, da un punto di vista micro-prudenziale, gli enti ombra che svolgono attività simili alle banche sono generalmente soggette a requisiti regolamentari diversi, che non sono stati progettati principalmente per contrastare i rischi simil-bancari. In quest'ottica, il fatto che gli enti bancari ombra eseguano attività bancarie rende le esposizioni a tali entità – in potenza - intrinsecamente rischiose.

²³ Ove per “esposizioni” si intendono tutti gli asset o strumenti fuori bilancio usati nel calcolo del capitale richiesto per affrontare il rischio di credito secondo l'approccio standardizzato, senza che si applichino i pesi del rischio o il grado del rischio.

Da una prospettiva macro-prudenziale, invece, i regimi di regolamentazione frammentati e non armonizzati e la mancanza di informazioni e divulgazione impediscono il monitoraggio del rischio sistemico di questi legami.

Nei dati raccolti dall'ABE si sono prese in esame 184 istituzioni (banche e imprese di investimento) provenienti da 22 Stati membri. L'analisi effettuata ha lo scopo di sottolineare la presenza di un sottoinsieme di esposizioni segnalate da 131 banche che hanno un capitale pari o superiori allo 0,25% di quello ammissibile dalle istituzioni, comprendendo le grandi esposizioni e la mitigazione del rischio di credito, dato importante se si tiene conto del fatto che le esposizioni totali ammontano a circa 560 miliardi di euro, pari al 4,3% del PIL dell'UE.

L'opera di raccolta di dati operata dall'ABE ha permesso di acquisire informazioni sui fondi money market UCITS²⁴ e non UCITS, sui fondi di investimento non MMF, sulle società di finanza, i broker-dealers, gli assicuratori di credito/garanti finanziari, sulle cartolarizzazioni e su una categoria residua denominata "altri" per le istituzioni che non possono essere classificate secondo i tipi appena elencati. Nel prospetto contenuto all'interno del rapporto sullo shadow banking stilato dal European Systemic Risk Board (2017) e riportato di seguito, si rileva che le banche dell'UE sono esposte a diversi tipi di soggetti bancari ombra, con circa i due terzi delle loro esposizioni nei

²⁴ Introdotti dall'Europa per regolamentare gli investimenti nei fondi. L'acronimo UCITS, sta per Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (in italiano "Direttive per gli investimenti collettivi in titoli", fa riferimento alla Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo, pubblicata il 13/01/2009). La UCITS ha permesso agli OICVM (Organismi di Investimento Collettivo in valori mobiliari) autorizzati da uno Stato membro, di essere distribuibili liberamente in altri Stati dell'UE promuovendo così una maggiore armonizzazione dei mercati. Un fondo UCITS ha 3 aspetti caratterizzanti: 1) è soggetto alle stesse regole in ogni paese dell'UE, quindi è liberamente distribuibile in tutta Europa; 2) può investire in strumenti finanziari, purché previsti e approvati dalla legge; 3) contiene delle restrizioni agli investimenti, per proteggere i clienti/investitori. Cfr. <http://www.advisoronline.it/guide/ucits-3.action>

confronti delle cartolarizzazioni (26%), dei fondi di investimento diversi dai MMF (22%) e dalle società finanziarie (18%).

Country / type of shadow banking entity	1. UCITS MMF	2. Non-UCITS MMF	3. Non-MMF investment funds	4. Finance companies	5. Broker-dealers	6. Credit insurers/ financial guarantors	7. Securitisation	8. Non-equivalent banks/ insurers	9. Other	Total
DE	0	0	3.7	1	0	0	1.2	0	0.4	6.3
ES	0	0	0	0.3	0	0.1	0.3	0	0.1	0.7
FR	0.7	0	0.5	0.6	0	0	2.2	0	0.4	4.5
GB	0	0.4	2.5	2.0	0.4	0.5	2.2	0	2.4	10.5
IE	0	0	0.8	0.7	0	0	4.5	0	0.3	6.3
NL	0	0	0.2	0.6	0	0	1.5	0	0.1	2.5
LU	0.3	0	2.3	0.7	0.2	0	1.2	0	0.4	5.2
EU other	0.1	0	2.0	1.4	0	0	0.4	0.1	0.3	4.4
HK	0.1	0	0.5	0	0.6	0	0	0	0.1	1.3
JE	0	0	0.2	0.1	0	0	2.7	0	0	3.0
JP	0	0	0.2	0.1	0.6	0	0	0.4	0.2	1.5
KR	0	0	0	0.2	0	0	0	1.9	0.5	2.6
KY	0	0	3.4	0.7	0	0	1.8	0.1	0.5	6.5
RU	0	0	0	0.1	0	0	0	1.7	0.1	1.9
TR	0	0	0	0.4	0	0	0	3.0	0	3.5
US	0.7	0.2	4.0	8.2	0.3	0.3	7.1	1.6	4.7	27.1
RW other	0	0.1	1.9	1.2	0.6	0.6	0.8	4.4	2.5	12.1
Total	2.0	0.9	22.3	18.2	2.8	1.4	26.2	13.3	13.0	100.0

Tabella 3.1: La distribuzione delle esposizioni agli enti dello shadow banking da parte delle banche dell'Eurozona, in base al Paese e al tipo di operazione.

La tabella indicata evidenzia, inoltre come la maggiore esposizione delle banche dell'UE, per tipo di operazione e luogo di riferimento, è nei confronti delle società finanziarie domiciliate negli Stati Uniti, seguite dalle società veicolo di cartolarizzazione e da “altri” tipi di enti bancari ombra (sempre statunitensi), dalle società veicolo di cartolarizzazione domiciliati in Irlanda per poi, infine, tornare nuovamente negli Stati Uniti con i fondi d'investimento non-MMF.

La tabella mostra le esposizioni internazionali delle banche UE a soggetti bancari ombra, utilizzando informazioni dettagliate a livello bancario e individuale. Riflettendo sulla natura globale e transfrontaliera della banca in ombra, i dati mostrano

che circa il 60% delle esposizioni totali delle banche europee sono verso entità bancarie ombra non domiciliate in UE. Nella fattispecie, come rilevato dalla tabella i dati rimarcano la forte interconnessione tra le banche dell'UE e gli enti bancari domiciliati negli Stati Uniti, che rappresentano circa il 27,1% delle esposizioni totali. Ulteriormente, ciò che emerge dai dati riportati è anche come il 13% delle esposizioni totali delle banche europee sia destinato a soggetti che non potrebbero essere identificati in maniera più specifica e che, per tale ragione, sono etichettati come “altri” soggetti bancari ombra, evidenziando le limitazioni informative di alcuni tipi di entità. Tale limitazione è comune, nelle banche riportate, rispetto al processo di vigilanza delle loro controparti bancarie ombra. In questo contesto, dunque, emerge che dato il valore delle esposizioni, quasi il 90% delle controparti bancarie ombra è stato segnalato come non sorvegliato o non è stato ulteriormente identificato dall'istituto di riferimento.

L'analisi effettuata si riferisce ai legami diretti, in considerazione del numero di canali diversi attraverso cui le banche possono essere esposte ad operazioni di shadow banking (ad esempio, attraverso la loro comune adesione a un gruppo aziendale, attraverso la fornitura di misure di protezione esplicita o implicita connessa alle considerazioni sul rischio di reputazione, o indirettamente, attraverso le loro esposizioni comuni agli asset). peraltro, il sostegno della liquidità fornito dalle banche alle entità fuori bilancio può ulteriormente rafforzare i collegamenti e i canali di contagio tra il sistema bancario tradizionale e quello ombra.

Dopo aver analizzato la portata di questi rischi, sono state introdotte alcune iniziative politiche per attenuare le potenziali ricadute tra la gestione dei servizi finanziari nei sistemi bancari tradizionali e quelli ombra. Il 1° gennaio 2017, dunque, sono entrate

in vigore le linee guida dell'ABE sui *“Limiti delle esposizioni verso soggetti del sistema bancario ombra che svolgono attività bancarie al di fuori di un quadro regolamentato di cui all'articolo 395, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 575/2013”*²⁵ che *“presentano la posizione dell'ABE in merito alle prassi di vigilanza adeguate all'interno del Sistema europeo di vigilanza finanziaria o alle modalità di applicazione del diritto dell'Unione in un particolare settore”* e stabiliscono i criteri per fissare l'opportuno limite aggregato delle esposizioni verso soggetti del sistema bancario ombra che svolgono attività bancaria al di fuori di un quadro regolamentato, nonché i limiti individuali delle esposizioni verso tali soggetti, all'interno dei processi e delle politiche e con lo scopo di *“affrontare e gestire il rischio di concentrazione derivante da esposizioni verso soggetti del sistema bancario ombra”*²⁶ e, quindi, di contribuire ad individuare e risolvere rischi precedentemente non riconosciuti nel sistema finanziario.

Per affrontare tali rischi, le linee guida definiscono l'approccio qualitativo che le istituzioni dovrebbero adottare per monitorare e fissare adeguati limiti individuali e aggregati interni sulle esposizioni verso soggetti bancari ombra. Più in generale, dopo la crisi sono state concordate una serie di riforme per rafforzare il quadro, anche per quanto riguarda gli investimenti azionari delle banche nei fondi, i requisiti di liquidità e le esigenze di contabilità e di divulgazione delle società veicolo fuori bilancio. Tuttavia, alla luce del fatto che alcuni rischi persistono, si continua a cercare di contrastare e risolvere ulteriormente le questioni residuali. Ad esempio, l'ABE intende utilizzare dati addizionali di monitoraggio della liquidità per valutare il lato passivo

²⁵ Cfr. https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1482770/EBA-GL-2015-20+GLs+on+Shadow+Banking+Entities_IT.pdf/146c41a2-3daa-4331-ad63-4483cef6a547

²⁶ Paragrafo 5 (Oggetto, ambito di applicazione e definizioni).

dei bilanci delle istituzioni al fine di acquisire informazioni per determinare lo status e la concentrazione di MMF o altre istituzioni finanziarie e poter valutare ulteriormente l'interconnessione delle istituzioni finanziarie monetarie e di altri soggetti finanziari. Per quanto riguarda il rischio di step-in (ovvero il rischio che le banche forniscano un sostegno finanziario a determinate banche ombra o soggetti finanziari non bancarie in momenti di stress del mercato, esternamente o in assenza di obblighi contrattuali), il Comitato di Basilea sulla Vigilanza Bancaria ha emesso un documento consultivo nel dicembre 2015 in cui si presentava il quadro concettuale sottostante misure per garantire che il sistema bancario avesse le risorse adeguate per anticipare pressioni che potevano condurre ad uno stress e in particolare per evitare una situazione di step-in riuscisse ad indebolire la robustezza prudenziale, forse con implicazioni per la stabilità finanziaria.

Nel frattempo, non si arresta il processo di continua revisione regolamentare: entro la fine del 2017 l'ABE intraprenderà un ulteriore studio su soggetti che svolgono attività di intermediazione creditizia al di fuori di un quadro prudenziale solo dell'UE. Lo studio si baserà sull'opinione e sulla relazione dell'Autorità del 2014 sul perimetro degli enti creditizi e rilascerà un rapporto aggiornato ed una valutazione più dettagliata dei tipi di attività di intermediazione creditizia svolte da soggetti bancari ombra²⁷, sugli elementi di tutti i regimi prudenziali nazionali applicabili e altri requisiti di autorizzazione, sul grado di corrispondenza di eventuali requisiti applicabili a quelli delle istituzioni e, infine, su tutti i rischi prudenziali scoperti.

²⁷ Saranno rilasciati quasi 600.000 dati in totale su più di 130 banche, coprendo tutti gli elementi chiave di bilancio. L'esercizio di trasparenza è parte degli sforzi dell'ABE volti a promuovere la disciplina di mercato, implementare la comprensione del sistema bancario europeo e assicurare sia una fotografia dettagliata che una linea temporale coerente. Cfr. <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-transparency-exercise/2017>

3.3 Le dimensioni dei fondi nel sistema europeo

La Banca Centrale Europea e la Federal Reserve raccolgono dati aggregati su vari tipi di intermediari finanziari che vengono forniti da rapporti globali o database, offrendo preziose banche dati di informazioni aggregate. Purtroppo però, come si è visto nei precedenti paragrafi, spesso non si hanno dati né a sufficienza né sufficientemente dettagliati, quando si analizza lo shadow banking. Tuttavia, gli studi e le relazioni recenti forniscono metodi di calcolo utili affinché gli analisti si possano approssimare meglio le dimensioni degli asset globali sia dei sistemi bancari tradizionale che di quello ombra del sistema di finanziamento globale. In questo paragrafo si vogliono analizzare le dimensioni globali della componente europea del cosiddetto sistema di finanziamento globale (Fig. 3.3).

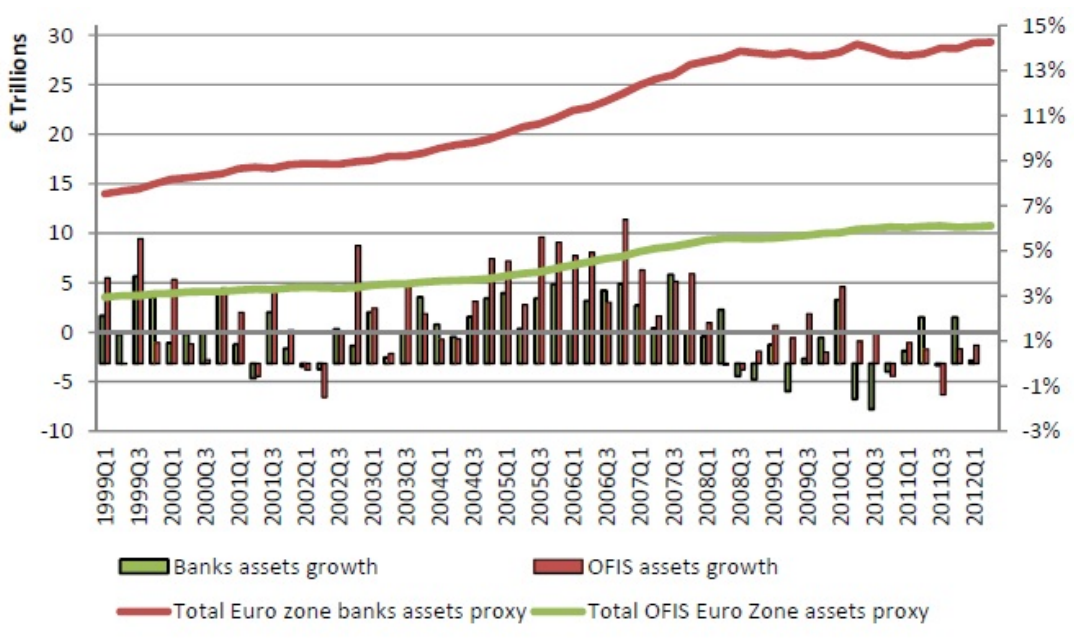


Figura 3.3: Uno spaccato europeo delle componenti del sistema dei fondi.

Secondo quanto riportato dalla BCE, l'attività complessiva bancaria dell'intera area euro era di quasi 30 miliardi di euro alla fine del 2012, quando lo shadow banking raggiungeva i 10 miliardi di euro.

Nel quadro generale dello shadow banking in Unione Europea elaborato e pubblicato nell'aprile 2012, la BCE sottolinea un'alta aggregazione dei dati che implica diversi notevoli bias, come l'esclusione dei fondi hedge europei dagli altri intermediari finanziari per insufficienza di dati raccolti o quella di fondi hedge stranieri interconnessi con le attività europee, a causa di una mancanza di copertura nelle statistiche della BCE. In quest'ottica, si noti che entrambi i componenti hanno seguito una curva crescente con differenze significative delle pendenze, e che, tra il 2003 e il 2008, le dimensioni del settore OFI sono aumentate a tassi significativamente più alti del settore bancario tradizionale, da 5 a 10 miliardi di euro.

Le dimensioni dello shadow banking in Europa potrebbero essere confrontate con la somma delle prime 5 banche europee che rappresentano quasi 10 miliardi di euro²⁸, ma nella realtà, esistono molte differenze tra la regolamentazione delle banche, i livelli di esposizione al rischio, i metodi di finanziamento e, più ampiamente, tra attività bancarie e altri intermediari finanziari.

3.4 Le sfide per il sistema bancario europeo

La rapida crescita dello shadow banking ha rappresentato una sfida per la idea tradizionale del settore bancario in cui le banche riceveranno risparmi e poi svolgevano il ruolo di intermediario nei confronti degli usi ritenuti più produttivi. Le banche

²⁸ Deutsche Bank, HSBC, BNP Paribas, Credit Agricole and Barclays.

avrebbero dovuto ricevere beni tangibili (i risparmi) e trasferirli all'investitore in modo che nessuna risorsa si disperdesse nel processo. Oggi, invece la visione alternativa e più realistica del settore bancario riconosce che le banche possono generare soldi dal nulla²⁹ e, di conseguenza, anche che questi fondi creati privatamente possono scomparire poiché quando la liquidità si asciuga, scompare totalmente piuttosto che essere ripartita altrove³⁰.

La liquidità globale è oggi fortemente influenzata da questa interazione tra le banche e le istituzioni finanziarie non bancarie e dalle ondate di percezioni del rischio nei mercati finanziari globali; per tale ragione il credito bancario internazionale mostra forti cicli di espansioni e frenate che sembrano corrispondere intensamente con gli episodi di stress finanziario, mentre i periodi di sostenuta crescita del credito transfrontaliero sono spesso caratterizzati da un'elevata ricerca del rischio. Questa interazione autoalimentata tra la domanda di rischio e la liquidità non è ancora sufficientemente riconosciuta, sebbene sia chiaro che la liquidità privata è diventata altamente responsiva alle condizioni del sistema finanziario globale.

La natura prociclica del credito bancario e l'interazione con il sistema di shadow banking è stato studiato intensamente dopo la crisi finanziaria globale ed è stato anche sottolineato come la cartolarizzazione implica che non vi sia alcun limite all'iniziativa bancaria nella creazione di crediti, in quanto non vi è ricorso al capitale delle banche, rendendo l'offerta di credito quasi infinitamente elastica, poiché ad ogni nuova fase "euforica" corrisponde ad un boom di investimenti combinato con trasformazioni di portafoglio che riducono la liquidità.

²⁹ TURNER A., *Too much debt, financial system stability and wider economic impacts*, Speech at Chicago Federal Reserve Bank International Banking Conference, 2013.

³⁰ ADRIAN T. - SHIN H. S., *The shadow banking system: implications for financial regulation*, Federal Reserve Bank of New York, 2009.

L'esperienza più recente con il *quantitative easing* (QE)³¹ ha dimostrato che il credito bancario è piuttosto autonomo e difficile da influenzare, in quanto il legame tra credito bancario e il denaro della banca centrale è molto debole. In altri termini, la liquidità privata tende a muoversi in modo indipendente rispetto alle posizioni prevalente della politica monetaria europea, riflettendo le percezioni del rischio del settore privato e la facilità di organizzare finanziamenti non bancari (tramite l'infrastruttura dello shadow banking). Questi "cicli di liquidità" sono inoltre accresciuti dall'aumento e dalla caduta dei prezzi dei collaterali³², che propagano nuovamente attraverso le catene dei collaterali nel sistema bancario ombra.

Le banche tradizionali e quelle ombra non stanno solo allocando un risparmio preesistente, ma collettivamente creano credito e depositi. Il loro comportamento ciclico è infatti al centro delle oscillazioni più violente nei cicli finanziari che si sono sperimentate negli ultimi due decenni in Europa e hanno dato vita ad un nuovo panorama finanziario che necessita un diverso orientamento sia nella teoria che nella politica. In questa prospettiva, oltre alle misure di politica intese a rafforzare la robustezza degli istituti finanziari, c'è ora una maggiore volontà di affrontare più direttamente i cicli di credito endogeno.

Gli strumenti macro prudenziali saranno rivolti alla eventuale crescita eccessiva del credito e le banche centrali e le autorità di vigilanza collaboreranno per migliorare le norme di sottoscrizione. Inoltre, c'è anche una maggiore volontà tra i responsabili politici di intervenire nella libera operazione dei mercati finanziari, in quanto i mercati

³¹ L'alleggerimento quantitativo (letteralmente) è una manovra di politica monetaria espansiva volta a creare nuova moneta per stimolare l'economia. Il Quantitative Easing viene considerato come una politica ultra-espansiva con cui una banca centrale (come la BCE) crea moneta a debito e la inietta nel sistema finanziario ed economico allo scopo di veicolare la fiducia degli operatori e promuovere la liquidità e i prestiti.

³² Bene reale o finanziario concesso in garanzia del puntuale pagamento di un debito.

non sono più considerati in grado di auto-stabilizzarsi. Anche le soluzioni strutturali non sono più tabù e i governi stanno lavorando per creare alcuni controlli sulle banche ombra.

Infine, nel discorso tenuto esattamente un anno fa a Madrid Vitor Constâncio, Vice-Presidente della BCE alla conferenza “European Banking Industry: what’s next?”, vengono esposte alcune sfide principali per le banche europee sotto “assedio”.

Si parla, in primo luogo, della cosiddetta tecnofinanza (fintech) che minaccia le banche di disaggregazione, e lo si fa con riferimento al generale entusiasmo per la nascita di nuove imprese finanziarie start-up specializzate che sfruttano la digitalizzazione e le grandi tecniche di gestione dati finalizzate a disaggregare le attività delle banche. Questo scenario è improbabile che si manifesti - nonostante la corrente eccitazione - perché anche le banche adotteranno le nuove tecnologie e difenderanno il loro franchising. Contestualmente, è anche vero che al di sopra di alcune soglie, le nuove forme di finanziamento inizieranno a essere regolate a causa degli stessi fallimenti e delle esternalità del mercato (ovvero l’asimmetria informativa, il rischio morale, la selezione avversa) che giustificano la regolamentazione nel settore bancario. In questo contesto, bisogna anche considerare elementi come la gestione del risparmio e degli investimenti su Internet, con i robo-advisor, che forniscono servizi di gestione del portafoglio basati su algoritmi on-line ad una frazione dei costi associati ai tradizionali gestori di portafogli e ai consulenti d’investimento, il crowdfunding o il finanziamento diretto di progetti da parte degli investitori attraverso Internet, i prestiti peer-to-peer, in base ai quali i servizi online trovano un accoppiamento efficiente tra finanziatori e mutuatari che possono essere individui o piccole imprese, la consulenza per la gestione

del denaro online aggregando tutti i conti bancari e di risparmio dei clienti. Tutte queste funzionalità sono largamente accessibili per migliaia di start-up.

Pertanto, non sorprende che l'intensificazione della concorrenza delle società di fintech siano percepite come una potenziale minaccia per le banche. Se non rispondono in modo efficace a questa sfida, ciò potrebbe portare a una perdita di quota di mercato e ad una significativa riduzione delle entrate bancarie. In cinque grandi segmenti bancari (finanziamenti per i consumatori, ipoteche, prestiti alle PMI, pagamenti al dettaglio e gestione patrimoniale), secondo McKinsey (società internazionale di consulenza manageriale), dal 10 al 40% dei ricavi e tra il 20 e il 60% dei profitti saranno a rischio entro il 2025, con in particolare finanziamenti ai consumatori identificati come i più vulnerabili³³. Sulla scorta di tali nuove constatazioni, la tecnologia distributed ledger o del blockchain è di diversa natura e rappresenta un'opportunità, soprattutto per le banche che hanno capacità finanziarie di investire in essa e possono stabilire un'ampia rete di transazioni e insediamenti sicuri e meno costosi. Tuttavia, i flussi monetari privati come Bitcoin, non possono andare lontano a causa della mancanza di fiducia e soprattutto in considerazione del fatto che, come molte banche commerciali, le banche centrali stanno attivamente studiando possibili sviluppi in questo settore, monitorando il loro potenziale ruolo in futuro.

In secondo luogo, il Vice Presidente della BCE dibatte il problema dei bassi tassi di interesse poiché, rispetto agli anni pre-crisi, le stime del tasso reale di equilibrio sono diminuite notevolmente durante la crisi e hanno continuato ad una tendenza decrescente fino ad arrivare al segno negativo.

³³ McKinsey, *The Fight for the Customer*, Global Banking Annual Review, 2015.

Se il tasso di equilibrio reale diminuisce, il fallimento della politica monetaria insieme alla tendenza al ribasso lascerebbe l'economia con costi di prestito troppo elevati rispetto al ritorno sugli investimenti. A sua volta, questo scoraggia gli investimenti e il consumo e genera pressioni recessive e deflazionistiche.

Conclusioni

La significativa espansione del settore bancario ombra che è stata rilevata nel corso dello studio, può presentare, com'è stato dimostrato, rischi sistemici che devono essere individuati, monitorati e gestiti. La limitata disponibilità di dati di bilanci di MMF, fondi di investimento non-MMF e FVC suggeriscono che le vulnerabilità sono in aumento a causa della crescente prevalenza dei titoli callable, dei tassi di liquidità in declino e della crescente influenza di grandi aziende di asset management.

Quello che è sembrato evidente ad un'analisi dei dati riguardo al fenomeno, è che, analogamente a quanto successo lo scorso decennio, l'impatto delle potenziali conseguenze negative che si ripercuotono sull'intero settore dei fondi sta diventando esponenziale, a causa del ruolo crescente dello shadow banking nei mercati dei capitali e al rafforzamento delle interconnessioni tra agenti e infra-settorialmente.

Tuttavia, i limiti incontrati nella raccolta di dati attuali impediscono di trarre conclusioni più specifiche per quanto riguarda i rischi sistemici. A tal fine, per poter identificare e monitorare in modo adeguato i rischi associati alle attività di shadow banking, sono necessarie ulteriori statistiche sul bilancio per quei soggetti i cui asset rientrano nella definizione di banca ombra e vengono impiegati nell'area dell'euro.

Il monitoraggio dovrebbe, inoltre, essere integrato da un approccio basato sulle attività, concentrandosi sulle attività di intermediazione condotte principalmente attraverso i mercati. In questo modo si andrebbe a potenziare il controllo sulle operazioni di cartolarizzazione, sulle operazioni di finanziamento di titoli, sui servizi di gestione di collaterali o su altre funzioni economicamente equivalenti, attraverso i mercati dei derivati. Queste attività possono essere condotte da banche regolamentate o da istituti

finanziari non bancari, ma attualmente sfuggono in parte il monitoraggio perché non rientrano né nelle statistiche monetarie né nel flusso dei fondi.

Non si arresta, dunque, il processo di continua revisione regolamentare che porterà l'ABE, entro la fine del 2017, ad intraprendere un ulteriore studio su soggetti che svolgono attività di intermediazione creditizia al di fuori di un quadro prudenziale solo dell'UE. Lo studio riprenderà l'opinione e la relazione dell'Autorità del 2014 sul perimetro degli enti creditizi, m rilascerà un rapporto aggiornato ed una valutazione più dettagliata dei tipi di attività di intermediazione creditizia svolte da soggetti bancari ombra sugli elementi di tutti i regimi prudenziali nazionali applicabili e altri requisiti di autorizzazione, sul grado di corrispondenza di eventuali requisiti applicabili a quelli delle istituzioni e, infine, su tutti i rischi prudenziali scoperti.

Dal punto di vista delle banche, infine, si è rilevato come esse si trovino sotto la pressione della concorrenza di questi soggetti intermediari e come stiano cercando di relazionarsi col problema per dare delle risposte adeguate alle esigenze del mercato. Ciò implica l'adeguamento dei modelli di business (diversa a seconda del punto di partenza di ogni singola banca e del suo ambiente operativo), la maggiore focalizzazione sulle competenze principali e la dismissione di attività ausiliarie, come anche il potenziamento della parte IT ed innovativa e, in generale, il miglioramento della performance coi clienti.

Bibliografia

ACHARYA V., SCHNABL P. e SUAREZ G., *Securitization Without Risk Transfer*, in *Journal of Financial Economics*, pp. 515-536, 2013.

ADRIAN T. - SHIN H. S., *The shadow banking system: implications for financial regulation*, Federal Reserve Bank of New York, 2009.

CETORELLI N., *A Principle for Forward-Looking Monitoring of Financial Intermediation: Follow the Banks!*, Federal Reserve Bank of New York, Liberty Street Economics Blog, 2012.

CETORELLI N., *Hybrid Intermediaries*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report n.705, 2014.

Deutsche Bank, HSBC, BNP Paribas, Credit Agricole and Barclays.

FBS (Financial Stability Board), *Global shadow banking monitoring Report 2015*.

GORTON G., - METRICK A., *Securitized Banking and the Run on Repo*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, pp. 425-51, 2012.

McKinsey, *The Fight for the Customer*, Global Banking Annual Review, 2015.

POZSAR Z., ADRIAN T., ASHCRAFT A., BOESKY, H., *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, N. 458, 2010.

TURNER A., *Too much debt, financial system stability and wider economic impacts*, Speech at Chicago Federal Reserve Bank International Banking Conference, 2013.

Sitografia

<http://www.investopedia.com/terms/r/repurchaseagreement.asp>

https://ppiccini52.files.wordpress.com/2015/01/dossier_quantitative-easing-2201.pdf

<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100->

[parole/Economia/C/Conduit.shtml?uuid=55a17ba2-5804-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero](http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/C/Conduit.shtml?uuid=55a17ba2-5804-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero)

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Obbligazione%20Strutturata>

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondohedge.htm>

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondohedge.htm>

<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100->

[parole/Economia/R/Repo.shtml?uuid=11ed0626-5807-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero](http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/R/Repo.shtml?uuid=11ed0626-5807-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero)

<http://www.consob.it/web/investor-education/il-sistema-finanziario-ombra>

<http://www.solofinanza.it/28052013/che-cos-la-cartolarizzazione/8511>

<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100->

[parole/Economia/C/Cartolarizzazioni.shtml?uuid=3ea06d4c-5803-11dd-93cb-a54c5cfd900DocRulesView=Libero](http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/C/Cartolarizzazioni.shtml?uuid=3ea06d4c-5803-11dd-93cb-a54c5cfd900DocRulesView=Libero)

<https://financialservices.house.gov/uploadedfiles/052511sifma.pdf>

<http://www.icer.it/asset-backed-security-abs-emissione-tipologie/>

<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-05-11/shadow-banking-34mila-miliardi-rischio-063840.shtml?uuid=AEL8uIKB>

<https://www.centralbank.ie/statistics/statistical-reporting-requirements/special-purpose-vehicles>

<http://www.advisoronline.it/guide/ucits-3.action>

https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1482770/EBA-GL-2015-20+GLs+on+Shadow+Banking+Entities_IT.pdf/146c41a2-3daa-4331-ad63-4483cef6a547

<https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-transparency-exercise/2017>