



*Dipartimento di Impresa e management
Cattedra di Economia dei mercati e degli intermediari finanziari*

IL PROCESSO EVOLUTIVO DEL SISTEMA BANCARIO: LO SHADOW BANKING

RELATORE
Prof. Claudio Boido

CANDIDATO
Alessandro
Battaglia
Monterisi
Matr. 196731

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

IL PROCESSO EVOLUTIVO DEL SISTEMA BANCARIO: LO SHADOW BANKING

Introduzione.....4

CAPITOLO 1

Caratteristiche del sistema.....5

1.1 Definizione dei soggetti del sistema bancario ombra e principali soggetti da cui è formato.....5

1.2 Funzionamento del sistema bancario ombra..... 10

1.3 Rapporto con il sistema bancario tradizionale..... 16

CAPITOLO 2

Il Sistema bancario ombra negli USA e le risposte del Financial Stability Board....19

2.1 Relazione con la crisi dei mutui subprime.....19

2.2 La regolamentazione statunitense.....25

2.3 La relazione del Financial Stability Board.....26

CAPITOLO 3

Il sistema bancario ombra nel resto del mondo.....31

3.1 Lo shadow banking system a livello europeo e globale.....31

3.2 Proposte risolutive delle istituzioni europee.....35

3.3 La regolamentazione italiana.....38

3.4 Il sistema bancario ombra in Cina.....39

Conclusione.....41

Bibliografia.....42

Introduzione

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di evidenziare le caratteristiche di un sistema bancario parallelo a quello tradizionale, definito in gergo *shadow banking system*. Diventato oggetto di dibattiti a livello internazionale e di numerosi studi in ambito accademico, soltanto di recente questo fenomeno, in realtà, affonda le proprie radici negli ultimi decenni del ventesimo secolo.

Il primo capitolo si concentra su un quadro generale e una definizione del fenomeno, dopo averne descritto le origini, i principali attori che ve ne prendono parte e il loro ruolo, sono spiegate le principali attività come la cartolarizzazione e l'intermediazione di garanzie. L'ultima parte infine pone a confronto il sistema creditizio tradizionale con questa forma alternativa di intermediazione del credito, evidenziandone i rischi ma anche i pregi.

Nella parte centrale del lavoro, sono discussi il ruolo del sistema bancario ombra all'interno della crisi del 2008 e le tappe più significative che hanno portato alla recessione dell'economia globale. È fornita anche una panoramica sugli strumenti finanziari utilizzati dagli intermediari negli anni precrisi che hanno portato ad un accumulo del rischio sistemico, per passare poi a delle considerazioni sulle misure adottate dalle autorità americane prima e da quelle internazionali poi, al fine di arginare i rischi del sistema bancario ombra.

Il terzo ed ultimo capitolo si focalizza sulla diffusione del fenomeno e sui potenziali rischi a livello europeo e globale. Sono trattate anche le diverse proposte di regolamentazione da parte delle autorità europee, con un approfondimento sulla normativa italiana.

Viene focalizzata, infine, l'attenzione sull'economia cinese in cui il fenomeno del sistema bancario ombra si sviluppa in maniera diversa poiché rappresenta un modo per aggirare le stringenti norme imposte dallo stato in ambito bancario.

1. Caratteristiche del sistema

1.1 Definizione del sistema bancario ombra e principali soggetti da cui è formato

Lo shadow banking system nasce a cavallo degli '80, periodo in cui il sistema bancario cambia profondamente anche grazie a una sempre più affermata globalizzazione dei mercati, a una crescente deregolamentazione, all'innovazione tecnologica che rendono il mercato dei capitali e degli strumenti finanziari ad esso legati, appetibili per tutti quei soggetti che hanno come principale fonte di finanziamento il sistema di credito tradizionale. Divenuta protagonista di molteplici dibattiti internazionali in seguito alle debolezze del sistema finanziario mondiale emerse nel 2008, l'espressione "shadow banking system" è stata coniata da McCuley nell'agosto del 2007, durante l'annuale simposio della FED presso Jackson Hole, allo scopo di indicare una molteplicità di veicoli di investimento esterni al sistema bancario caratterizzati da una elevata leva finanziaria. Tuttavia, prima di giungere ad una definizione ufficiale, questa terminologia è stata associata a vari concetti: dalla creazione di rischi di natura bancaria al di fuori del sistema bancario tradizionale, all'uso di tecniche di trasferimento del credito che hanno portato alla riduzione del processo di intermediazione creditizia.

A causa dell'assenza di regolamentazione, per affrontare la questione, il Financial Stability Board (FSB) creò nel 2010 una task-force con lo scopo di raccogliere dati quantitativi sul fenomeno. Dall'analisi condotta è emerso che il sistema bancario ombra ha subito una crescita sostenuta passando a livello mondiale da 21.000 miliardi di euro di attività detenute nel 2002 a 46.000 miliardi di euro nel 2010 (il 30% dell'intero sistema finanziario e circa il 50% delle attività bancarie).

Secondo i più recenti dati stimati dall'FSB, soprattutto tra il 2005 e il 2010, il credito extra-bancario è aumentato nei paesi dell'Area euro e nel Regno Unito (dal 10 all'13%), registrando però una diminuzione negli USA. In particolare, le attività detenute dagli intermediari olandesi sono aumentate dal 6 all'8%, dal 4 al 5% e dal 2 al 3% per i soggetti rispettivamente tedeschi e spagnoli. Nessuna variazione è stata registrata in Francia e in Italia i cui intermediari hanno mantenuto le rispettive quote pari al 6 e al 2%.

Questi dati non dovrebbero destare particolari sorprese, poiché storicamente il mercato britannico è definito mercatocentrico, ovvero le imprese finanziano i mezzi propri e il

debito esterno ricorrendo al mercato dei capitali con emissione di titoli rispettivamente azionari e obbligazionaria differenza di quello italiano in cui la principale fonte di finanziamento è rappresentata dalle banche.

La relazione pubblicata dall'FSB nel 2011 definisce quindi lo shadow banking system come un *“sistema di intermediazione creditizia costituito da enti ed attività operanti al di fuori del normale sistema bancario”*¹. Come si evince dallo studio pubblicato nel 2010 dalla FED di New York denominato “Shadow Banking” e aggiornato nel 2012 (autori Pozsar, Adriane, Ashcraft e Boesky), il sistema bancario ombra ha avuto origine quasi ottanta anni fa. Questa analisi identifica tre diversi sottogruppi di soggetti operanti: uno legato alle GSE (Government Sponsored Enterprises), uno esterno e uno interno.

Un ruolo fondamentale tra queste società sponsorizzate dal governo lo ebbero Fanni Mae (Federal National Mortgage Association, 1938) e successivamente Ginnie Mae (Government National Mortgage Association 1968) e Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation, 1970), tutte attive nel mercato immobiliare; la prima fu privatizzata nel 1968 con lo scopo di ridurre l'indebitamento pubblico ufficiale, ma mantenne una implicita garanzia statale: un modo per lo Stato, quindi, di aggirare le restrizioni poste dai vincoli dell'indebitamento attraverso operazioni fuori bilancio. Queste istituzioni possono essere considerate come le prime banche ombra poiché immagazzinavano i prestiti che poi erano cartolarizzati in titoli garantiti da ipoteca e distribuiti sul mercato.

Il suddetto sistema di intermediazione può quindi portare alla nascita di rischi di natura bancaria (come un uso eccessivo della leva finanziaria ovvero una forte tendenza ad operare con il mismatching delle scadenze e della liquidità) e di possibili arbitraggi regolamentati. Possono essere evidenziati due pilastri alla base di questo fenomeno, fortemente correlati tra loro. Il primo fa riferimento ai diversi soggetti che si occupano di raccogliere finanziamenti con caratteristiche simili ai depositi, consentendo il trasferimento del rischio di credito e usando in maniera diretta o meno la leva finanziaria. In secondo luogo, sono fondamentali le attività svolte da questi soggetti come la cartolarizzazione, la concessione di titoli in prestito e le operazioni pronti contro termine che rappresentano le principali fonti di finanziamento.

¹ FSB (2011), Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board- Basel, October

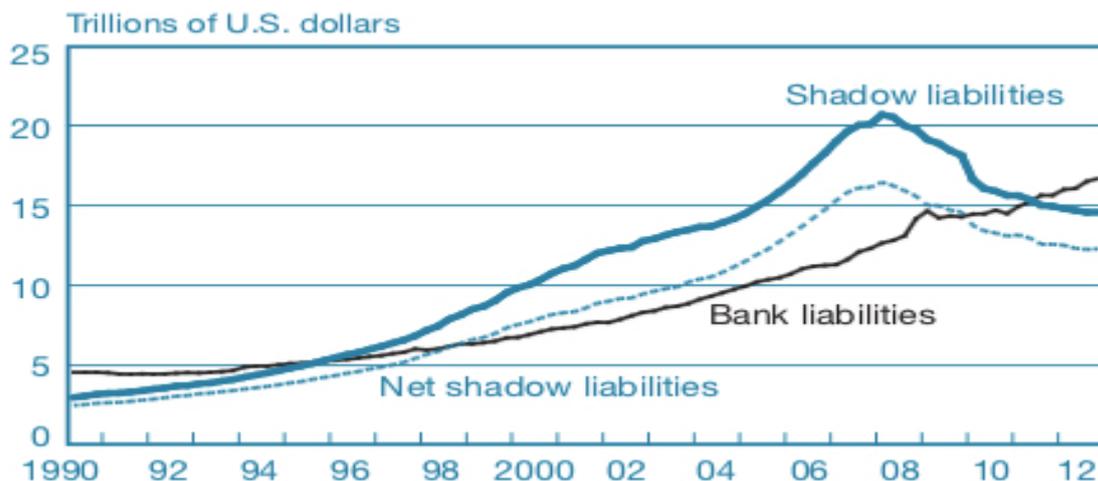


Figura 1 Confronto delle passività tra enti del sistema bancario tradizionale e del sistema bancario ombra

Fonte: Board of Governenors of the FED Syste, 2013, "Flow of Funds Accounts of the United States" (as of 2011); Federal Reserve Bank of New York

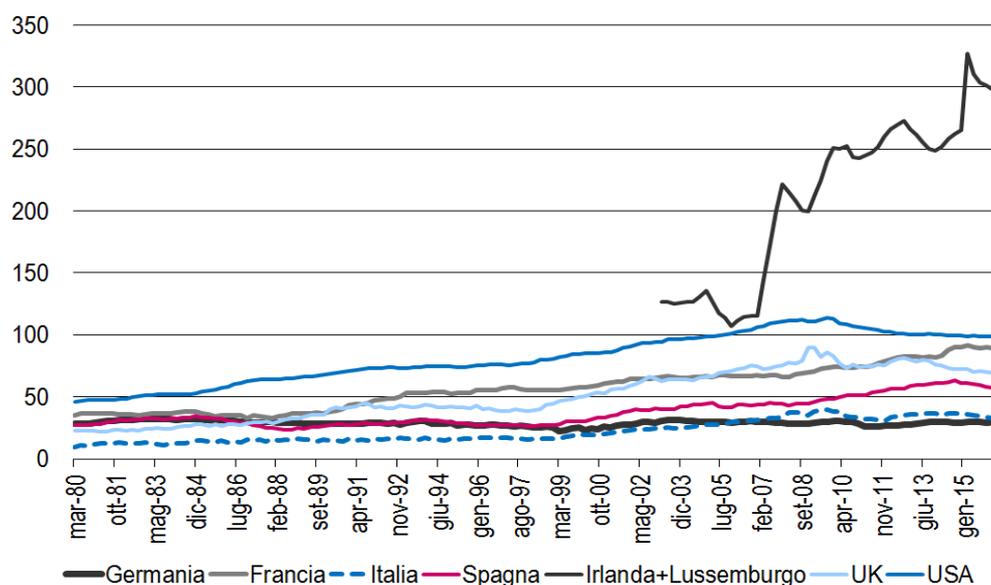


Figura 2: Credito extra bancario al settore privato non finanziario in relazione al PIL

Fonte: Lo shadow banking system, situazione e prospettive, Antonio Forte, Centro Europa Ricerche, Parlamento Europeo-Bruxelles, 7 giugno 2017

I soggetti riportati di seguito, sono accumulati da un uso elevato della leva finanziaria e dal porre in essere un'attività non bancaria e parallela.

- i. Società finanziarie ed entità specializzate nei titoli: soggetti non sottoposti a regolamentazione che si occupano della trasformazione delle scadenze e della liquidità ed esercitano attività creditizia fornendo garanzie su quest'ultima.
- ii. Imprese di assicurazione e riassicurazione: emettono o garantiscono prodotti creditizi. Bisogna specificare che, trattandosi di soggetti sottoposti a una forma di vigilanza specifica, l'affiliazione di queste società al sistema bancario ombra riguarda la loro partecipazione al processo di intermediazione del credito. Questo avviene attraverso il rilascio di prodotti assicurativi, oppure tramite la sottoscrizione di CDO sul mercato investendo in questo modo il proprio denaro. Nello specifico, spesso le compagnie assicurative forniscono i loro servizi a soggetti che non rientrano nel perimetro della vigilanza finanziaria ma, dal momento in cui entrano in contatto con lo shadow banking system, si assumono rischi relativi agli effetti finanziari di determinate operazioni.
- iii. I fondi comuni monetari (money market funds-MMF) ed altri tipi di fondi di investimento: investono nei mercati repo e nei titoli di debito emessi da banche o società finanziarie e non. I MMF sono considerati tra i maggiori cash lenders assieme ai securities lenders (SL). I primi assorbono fondi a breve termine da investitori individuali, istituzioni e grandi società assicurando di mantenere stabile il proprio Net Asset Value (NAV) ad un valore prefissato. Il NAV è il valore di mercato delle attività in portafoglio, rapportato al numero di quote in cui è stato diviso il fondo stesso. Questo parametro rende possibile valutare il rendimento di un portafoglio o di un fondo stesso. I securities lenders sono investitori istituzionali che in cambio di denaro liquido prestano titoli ai soggetti che si occupano di vendita allo scoperto. Rientrano in questa categoria anche gli hedge funds, che hanno come obiettivo quello di ottenere un rendimento "assoluto" (cioè non correlato all'andamento generale del mercato), utilizzando strumenti come i derivati, leva finanziaria, hedging e short selling. Quest'ultima attività, in particolare, si basa sul prendere in prestito dei titoli (del cui valore si prevede un ribasso) che successivamente vengono venduti per poi essere riacquistati e detenuti fino alla scadenza. Il profitto è generato dalla differenza tra il prezzo di vendita e il prezzo di riacquisto. Diventa così possibile coprire il portafoglio dal rischio di volatilità causato dalle oscillazioni dei prezzi del mercato, con vendite allo scoperto o uso di contratti il cui prezzo è basato su un'attività sottostante (derivati). L'operato dell'hedge fund si basa quindi sull'inefficienza del mercato e su un basso livello di trasparenza. Spesso i fondi speculativi non sono di grandi

dimensioni e hanno obiettivi di medio-lungo termine, facendo sì che per il sottoscrittore l'unico modo per disinvestire sia la cessione delle proprie quote a terzi. I contratti di repurchase agreement (repo) hanno come oggetto i titoli di Stato negoziati sul mercato secondario i quali sono venduti a pronti con un accordo (agreement) di riacquisto (repurchase) a termine ad un prezzo predefinito. Il prezzo di acquisto, il tasso di interesse implicito della transazione e i titoli oggetto dell'operazione, assieme alla data di scadenza, sono individuati nel contratto repo. La differenza tra il prezzo iniziale di vendita e quello di riacquisto rappresenta il guadagno del dealer, che serve a proteggere il finanziatore da rischi connessi ad un aumento dei tassi di interesse che potrebbe causare una riduzione del valore della garanzia. Oltre ad essere una modalità di finanziamento molto diffusa tra le banche e le grandi imprese, tali contratti sono utilizzati anche dalle banche centrali in operazioni di mercato aperto con l'obiettivo di immettere o assorbire moneta (operazioni di fine tuning).

- iv. Società a destinazione specifica: in questo segmento rientrano i veicoli di cartolarizzazione (ABCP conduits), gli special purpose vehicles (SPV), e gli special investment vehicles (SIV). Il processo di intermediazione del credito ombra è basato sulla presenza di uno o più SPV che hanno la forma giuridica di società e sono designate per l'acquisto di asset (come i crediti derivanti dai mutui) e per offrire strumenti finanziari (come ABCP, ABS e CDO). La creazione di un SPV, da un lato aiuta a concedere il prestito e, dall'altro, aiuta a rilasciare i CDO. Da un punto di vista legale quindi, si potrebbe considerare il creditore iniziale (chi ha inizialmente concesso il prestito) come il primo veicolo utilizzato per avviare il processo di cartolarizzazione e i veicoli usati per vender i CDO come i debitori finali (nei confronti del mercato, degli investitori in generale). È chiaro che tra questi due soggetti ci sono altri SPV che comprano strumenti finanziari per eseguire operazioni di ri-cartolarizzazione. Il ruolo di queste società è quindi quello di accollarsi i crediti (e le loro garanzie) presenti nei bilanci delle banche con l'obiettivo finale di trasferire il rischio oppure realizzare una trasformazione delle scadenze. Molto utilizzati nel sistema bancario ombra sono i conduit creati per gli investimenti in titoli strutturati formati da una parte obbligazionaria e una derivata. Alcuni di essi sono a capitale garantito (in questo caso gli interessi pagati sono legati all'andamento del parametro sottostante), altri a capitale non garantito (con il valore di sottoscrizione che può essere maggiore rispetto a quello di rimborso).

1.2 Funzionamento del sistema bancario ombra

A differenza dell'attività bancaria tradizionale che è costituita dalla “raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito”² verso i propri clienti, il sistema bancario ombra ha come principale fonte di finanziamento l'indebitamento, raccogliendo risorse direttamente sul mercato. Pur essendo soggetti ad una regolamentazione differente, le banche tradizionali e quelle ombra operano in maniera parallela. In fase di espansione del sistema economico, lo shadow banking offre prodotti finanziari per la gestione dei rischi di credito, di liquidità e delle asimmetrie delle scadenze i quali, tuttavia, a causa dell'assenza di una adeguata legislazione in termini di vigilanza comportano un rischio per la stabilità finanziaria. L'espansione di questo sistema è dovuta in larga parte all'attività, esercitata da diverse banche negli anni precedenti alla crisi, di cessione di alcuni titoli attraverso la cartolarizzazione.

La cartolarizzazione o securitization, nasce negli anni '70 ma è nei successivi dieci anni che si diffonde su larga scala in seguito all'autorizzazione dell'agenzia governativa americana Office of the Comptroller of the Currency (OCC) alle banche, di operare in questo settore dell'intermediazione creditizia. Il processo di cartolarizzazione classica si divide in due fasi. Nella prima una banca individua fra crediti e altre attività possedute che producono reddito a vario titolo, gli asset che intende rimuovere dal proprio bilancio poiché caratterizzati da un elevato rischio o difficilmente liquidabili. La banca definita così originator, che quindi ha come obiettivo la raccolta di liquidità a basso costo, trasferisce questo pool di asset ad una società “veicolo” spesso indicata con i termini Special Purpose Vehicles (SPV) o Special Purpose Entity (SPE) create appositamente per questo scopo.

Il metodo di acquisto più utilizzato è la cessione pro soluto che non prevede alcuna garanzia della solvibilità dei crediti, da parte del cedente al cessionario. Questo fa sì che

² art. 10 del Testo unico bancario, d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni e integrazioni

i beni oggetto della transazione appartengano ad un soggetto dotato di un proprio patrimonio, giuridicamente separato da quello dell'originator, che quindi non è attaccabile in alcun caso dai creditori.

La seconda fase del processo di cartolarizzazione si basa sull'emissione di obbligazioni (negoziabili o trasferibili) da parte dello SPV che prevedono il pagamento di cedole basato su un tasso di interesse. Queste obbligazioni sono denominate Asset Backed Securities (ABS) e i loro pagamenti, garantiti dalle attività sottostanti, le rendono "liquide" agli occhi degli investitori. Il capitale necessario allo SPV per finanziare l'acquisto del pool di asset dall'originator è raccolto attraverso l'emissione delle ABS garantite dagli stessi titoli, presenti tra le passività dello SPV.

Nel sistema bancario ombra la cartolarizzazione imita i processi bancari di trasformazione del rischio di credito, della scadenza e della liquidità. A differenza delle banche tradizionali, tuttavia, questo meccanismo ha come scopo il trasferimento del rischio (risk stripping) ed è eseguito in diverse fasi che si sviluppano lungo i bilanci degli intermediari coinvolti (*chain of balance sheets*).

Il primo passo è il trasferimento del rischio di credito che si riferisce al miglioramento della qualità del credito emesso attraverso l'acquisto di un titolo con scadenza a lungo termine con classificazione "AAA".

Il secondo passaggio consiste nel trasferimento del rischio di scadenza utilizzando depositi a breve termine per finanziare prestiti a lungo termine per creare liquidità; ciò è possibile attraverso la vendita del titolo a una società veicolo (specializzata nel raccogliere finanziamenti a breve termine sul mercato monetario) che lo trasformerà in un asset sicuro e a breve termine, identificabile come uno strumento strutturato del mercato monetario definito con l'acronimo SMMI (Structured Money Market Instrument). La categoria più comune di SMMI prima della crisi del 2008 erano le *asset-backed commercial paper (ABCP)*. Il rischio a cui si espone l'intermediario è quello di *rollover* (costo da sostenere per mantenere una posizione aperta oltre la sua scadenza) e di disallineamento della durata.

Il terzo step ha come obiettivo il trasferimento del rischio di liquidità, rendendo lo strumento "liquido" attraverso delle opzioni put (che obbligano le banche a fornire un

supporto di denaro al veicolo) e all’emissione di attività a NAV costante da parte dei fondi di mercato monetario (FMM).

Il modello proposto da Claessens, Pozsar, Ratnovsk, e Singh nel documento “The shadow banking, economics and policy” (2012), evidenzia come i prestiti attraverso una catena di veicoli di investimento e vari processi di trasformazione, vengono trasformati in crediti sicuri, a breve scadenza e liquidi, appetibili quindi per gli investitori. Oltre al ruolo delle banche che forniscono liquidità ai veicoli di investimento, si evince come le SPV addette alla trasformazione del credito, sottoscrivono finanziamenti a scadenza e emettono ABS; le SPV, invece, che si occupano della trasformazione delle scadenze, sono finanziate a breve termine attraverso l’emissione di ABCP o altri strumenti di mercato strutturati. Il NAV pari a 1\$ indica la promessa di rimborsare almeno 1\$ su ogni dollaro investito.

È possibile individuare due fonti di domanda: la prima da parte delle società e degli asset management per le attività percepite come sicure, a breve termine e liquide e quindi ideali per investire i loro risparmi di cassa; la seconda, è identificabile nelle banche che utilizzano le attività cartolarizzate sicure e a lunga scadenza, classificate “AAA” per attirare finanziamenti repo (da fondi di cassa istituzionali o da fondi del mercato monetario) e aumentare così la leva finanziaria.

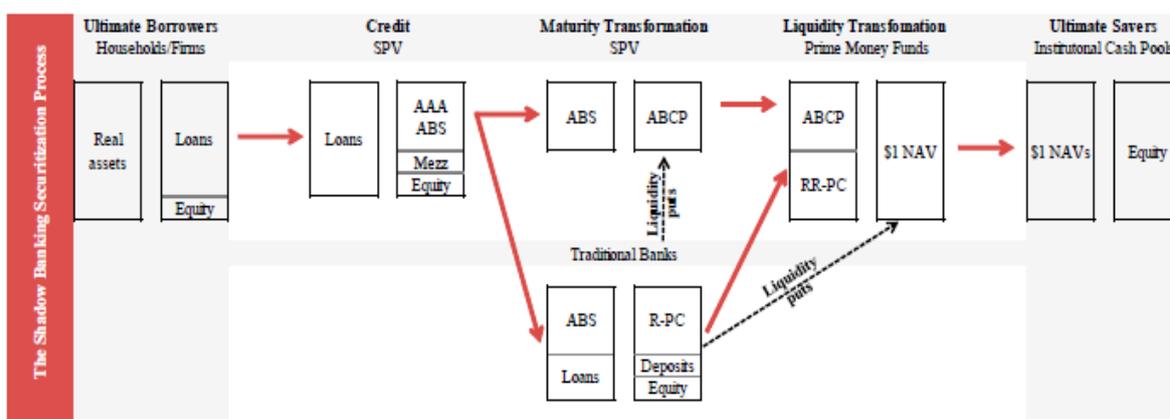


Figura 3 Processo di cartolarizzazione nel sistema bancario ombra

Fonte: *The shadow banking, economics and policy*; Stijn Claessens, Zoltan Pozsar, Lev Ratnovski, and Manmohan Singh, (2012)

Un'altra attività chiave dello shadow banking system è l'intermediazione di collateral, ovvero degli strumenti finanziari utilizzati come garanzie la cui presenza nella maggior parte delle transazioni, le rende un elemento fondamentale che avvantaggia l'economia reale e la stabilità finanziaria.

Tale sistema di garanzie, infatti, facilita le transazioni finanziarie, offre maggiori rendimenti ai risparmiatori e permette ai beneficiari di ridurre i costi di finanziamento. A differenza della cartolarizzazione che è maggiormente concentrata su asset sicuri, l'intermediazione di collateral coinvolge diversi strumenti finanziari, dai titoli di Stato di diversi Paesi, alle obbligazioni o azioni con rating più basso. Quello che si crea è una catena in cui una garanzia è utilizzata più volte dando la possibilità a un singolo soggetto di compiere più transazioni.

Le fonti più comuni di garanzia sono gli hedge fund, che ottengono in cambio liquidità da un broker A. Quest'ultimo può riutilizzare la garanzia come margine in una posizione "out of the money" sui mercati OTC nei confronti di un terzo soggetto B. Per finire, il soggetto B trasferisce il collateral ad un fondo di mercato monetario che lo deterrà per un certo periodo o fino alla scadenza. Il nuovo credito generato da ogni soggetto è quindi garantito sempre dallo stesso titolo, emesso all'inizio della catena.

Altri fornitori di garanzie sono le compagnie di assicurazione, fondi pensione e fondi sovrani. Spesso questi enti cedono i loro titoli attraverso contratti pronti contro termine. Si tratta di un vero e proprio affitto in cui chi "noleggia" le garanzie (come gli hedge fund o i FMM), le riutilizza successivamente per supportare le proprie operazioni.

È fondamentale in questo caso analizzare sia la quantità ma anche l'intensità con cui le garanzie vengono utilizzate. La velocità è calcolata come il volume delle transazioni garantite diviso per le garanzie emesse in origine e poiché è influenzata da variabili come l'avversione al rischio, questo parametro è soggetto a variazioni. Quando l'uso dei collateral diminuisce, l'intermediazione finanziaria rallenta, con effetti simili ad una diminuzione di liquidità sul mercato interbancario.

(dati in miliardi di dollari statunitensi; velocità in unità)

Anno	Hedge funds	Altri	Totale	Volume delle operazioni	Velocità
2007	1,7	1,7	3,4	10	2,94
2010	1,3	1,1	2,4	5,8	2,42
2011	1,3	1,05	2,35	6,1	2,596

Tabella 1 Fonti, quantità e velocità dei collateral nel 2007, 2010 e 2011

Fonte: Risk Management Association; e IMF staff estimates; Manmohan Singh (2012)

Come si evince dallo schema seguente (una rappresentazione semplificata della realtà), il sistema bancario ombra è molto complesso e mette in relazione tra loro enti bancari e non. I due processi chiave sono la *cartolarizzazione* e le “*collateral chains*”. Nelle prime (riga superiore) avviene la trasformazione di attività rischiose in strumenti finanziari sicuri attraverso il trasferimento di crediti; le *collateral chains* (riga inferiore) invece riutilizzano le garanzie per ridurre il rischio di controparte tra debitori e istituti di credito. È possibile notare che, a differenza delle catene di cartolarizzazione a senso unico, in questo caso i fornitori di garanzie (ad esempio gli hedge found) sono sparsi nel sistema finanziario.

Nel processo è fondamentale il ruolo degli SIFI (SIFI è l’acronimo di” Systemically important financial institutions” ed indica le banche o istituzioni finanziarie che, date le dimensioni extra-large, in caso di fallimento, provocherebbero un effetto a catena devastante per l’intero sistema economico) che comprendono entità come le banche commerciali che offrono un supporto di liquidità alle SPV (e quindi hanno un ruolo centrale nella cartolarizzazione) e altri intermediari (come dealer e brokers³) che si occupano dell’intermediazione dei collateral.

³ La differenza tra broker e dealer è che mentre i primi compiono una prestazione di servizio in nome e per conto del soggetto richiedente (presentano un conto economico con molte commissioni), i secondi prendono posizioni in contro proprio (presentano, infatti, un conto economico con minusvalenze e plusvalenze).

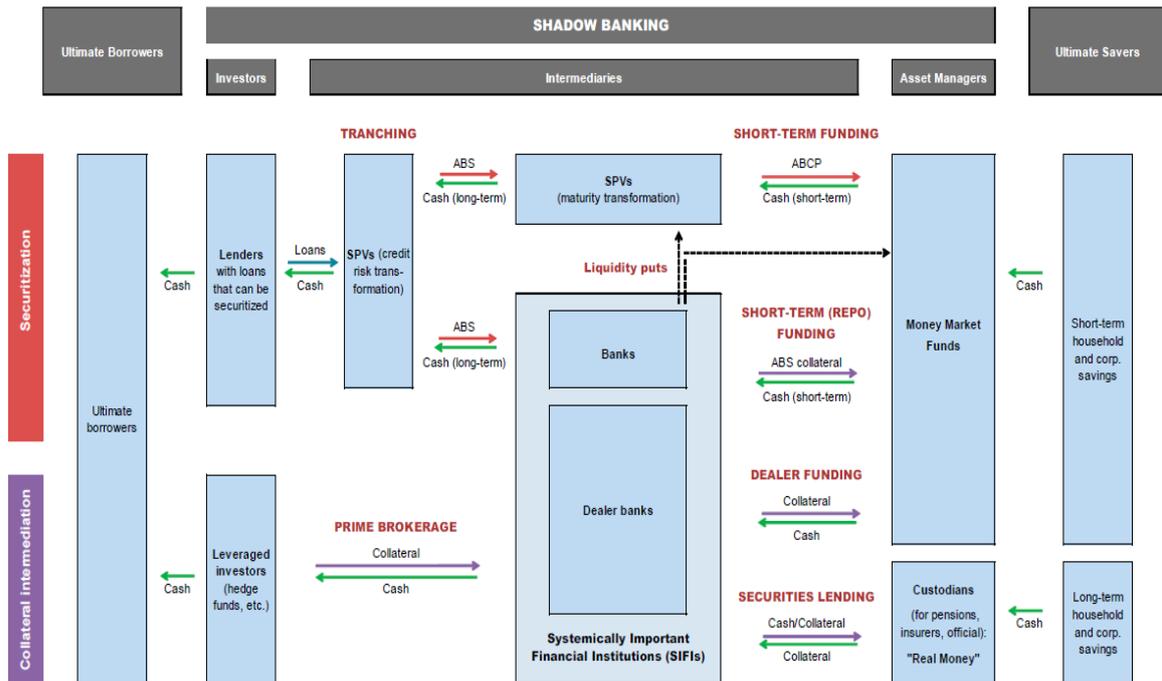


Figura 4 Schematizzazione del processo di intermediazione finanziaria nello shadow Banking System.

Fonte: Shadow Banking, Economics and Policy; Stijn Claessens, Zoltan Pozsar, Lev Ratnovski, and Manmohan Singh (2012)

Lo schema tende quindi a creare un collegamento tra “Risparmiatori finali” (colonna a destra) e “Mutuatari finali” (colonna a sinistra).

Specificando meglio il ruolo degli altri soggetti presenti nello schema, abbiamo:

Ultimate savers: comprende risparmi familiari e aziendali da impiegare a breve termine. Il sistema bancario ombra è collegato a tali risparmiatori attraverso un complesso di gestori di fondi (Asset Managers) che include i fondi monetari e investitori “real money” (assicurazioni e fondi pensione).

Ultimate borrowers: comprende aziende e famiglie a favore dei quali è stato concesso un mutuo. Questa categoria è connessa agli **Investors** cioè istituti di credito che si occupano principalmente di cartolarizzazione e investitori con una leva finanziaria molto elevata.

Un'altra attività che permette ai soggetti operanti nel sistema bancario ombra di raccogliere finanziamenti sul mercato sono le operazioni **pronti contro termine**. Alla base di questo meccanismo di negoziazione c'è lo scambio di titoli e denaro tra due

soggetti con la promessa del venditore di riacquistarli in una data futura ed a un prezzo prestabiliti. Questa attività comporta un aumento nel breve termine dell'effetto leva.

È evidente quindi che in questo caso il modello analizzato riguarda il sistema bancario ombra “esterno”, i cui principali soggetti sono broker-dealer, hedge fund e società che operano con strumenti derivati. L'obiettivo di questo grafico è quello di evidenziare le operazioni principali. Una rappresentazione del mondo reale sarebbe infinitamente più complessa, e richiederebbe altri collegamenti sia all'interno sia all'esterno del modello per entrambi i processi di cartolarizzazione e intermediazione delle garanzie.

1.3 Rapporto con il sistema bancario tradizionale

Soprattutto negli ultimi anni, congiuntamente alla liberalizzazione del mercato dei capitali, molte banche hanno iniziato a trasformarsi da soggetti caratterizzati da un basso ROE, a entità ad alta redditività. Molte banche hanno svolto un ruolo centrale nello sviluppo dell'attività di shadow banking poiché hanno preferito rivendere i crediti presenti in bilancio piuttosto che detenerli fino alla scadenza. In particolare, le tecniche di cartolarizzazione fuori bilancio permettono alle banche di concedere prestiti con meno capitale rispetto a quello necessario nel caso i prestiti fossero stati iscritti a bilancio. Questo processo migliora il Return On Equity dell'holding bancaria ed è effettuato attraverso delle società controllate.

Le holding originano i prestiti attraverso le loro filiali o compagnie sussidiarie, dopodiché i crediti legati a tali prestiti sono gestiti da società fuori bilancio. L'esposizione delle holding bancarie a questi rischi fa aumentare l'effetto leva delle banche stesse anche se ciò potrebbe non risultare dai loro bilanci trattandosi di attività al di fuori di essi. La crisi finanziaria del 2007 presenta numerose connessioni con i rischi derivati da un abuso delle tecniche di cartolarizzazione e quindi con il sistema bancario ombra stesso.

L'espressione “shadow bank”, quindi, potrebbe far pensare alla presenza di un soggetto che svolga l'attività di raccolta fondi e prestito al di fuori dei confini della supervisione della vigilanza pubblica e in assenza di rapporti diretti con le autorità monetarie. Al contrario invece si osservano più soggetti che operano insieme per prestare denaro, emettere titoli e raccogliere capitali sui mercati finanziari. Tuttavia, a dispetto

dell'accezione negativa del termine “ombra”, questa forma di finanziamento può essere considerata come una alternativa al sistema bancario tradizionale. Si rende così necessaria un'analisi dei **punti di forza** e di **debolezza dello** shadow banking system.

A differenza delle banche tradizionali, sottoposte ad una rigida regolamentazione, le banche ombra operano “*al di fuori degli ambiti di intervento delle autorità di supervisione e in assenza di canali monetari attivabili dalle Banche Centrali*”⁴. Una conseguenza di questo “alleggerimento” è sicuramente la **maggiore efficienza in termini di allocazione delle risorse**, grazie anche alla loro specializzazione e a un fenomeno di riduzione di intermediazione tra le fonti di capitale e gli utilizzatori finali.

Mentre gli istituti di credito tradizionali, infatti, seguono una logica basata sul prestare denaro a un tasso di interesse maggiore rispetto a quello al quale si indebitano, il sistema bancario ombra permette attraverso, strumenti come le SPV, di evitare il costo generato dalla differenza tra i due tassi. Altra caratteristica positiva è la grande **varietà di prodotti finanziari** offerti, che permettono agli investitori di costruire portafogli adatti alle loro preferenze, dando quindi la possibilità di diversificare maggiormente il rischio rispetto alle banche tradizionali. Inoltre, quando il sistema bancario soffre di disfunzioni temporanee, le attività ombra offrono un finanziamento alternativo all'economia reale.

Come già discusso, i soggetti appartenenti al modello considerato, possono originare rischi di varie tipologie; tra questi rientrano sicuramente i rischi di natura bancaria. Una caratteristica chiave del sistema bancario ombra è senza dubbio l'elevato livello di **trasformazione delle scadenze** che causa una grande differenza tra le scadenze medie delle attività e delle passività in bilancio. Osservando l'elevato numero di finanziamenti a breve termine concessi, è possibile dedurre come, nel caso di insolvenza, si avrebbe un immediato e massiccio ritiro di fondi da parte dei clienti.

Indissolubilmente legato al possibile rischio rappresentato dal sistema bancario ombra è l'accumulo di una **leva finanziaria** elevata e invisibile. L'effetto *leverage* consente a un operatore di acquistare un'attività finanziaria attraverso l'indebitamento. Questo processo è messo in atto più volte, attraverso un riutilizzo costante delle garanzie, a causa della

⁴(EN) Valerio Lemma, *The Shadow Banking System. Creating Transparency in the Financial Markets*, 2016, ISBN 9781137496126.

mancanza di limiti imposti dalla vigilanza bancaria. In conseguenza della frammentazione del processo di intermediazione creditizia, attraverso la creazione di enti indipendenti dal punto di vista giuridico, è possibile, per il sistema bancario ombra, uscire dal perimetro dettato dalla regolamentazione applicata alle banche normali. Proprio dalle incongruenze tra i diversi principi normativi nascono le opportunità di **arbitraggio regolamentare** (cioè la possibilità di aggirare il sistema normativo scegliendo le opzioni più favorevoli). Infine, il forte legame tra le shadow banks e le banche tradizionali può rappresentare un rischio in situazioni anomale o di emergenza; attraverso vari canali, infatti, i rischi assunti dagli enti del sistema bancario collaterale sono trasferibili a quello tradizionale.

2. Il sistema bancario ombra negli USA e le risposte del Financial Stability Board

2.1 Relazione con la crisi dei mutui subprime

La crisi scoppiata nel 2007, sicuramente emotivamente la peggiore dai tempi dalla Grande Depressione, è stata spesso definita anche come la crisi dello shadow banking system, ad indicare che è stata la parte non regolamentata (e quindi più fragile) del sistema bancario ad essere colpita per prima dal dissesto e a trascinare con sé successivamente il sistema bancario tradizionale. Le disparate cause, individuate nel corso del tempo, vanno ricercate in una irrazionale esuberanza da parte degli operatori del mercato, negli incentivi perversi da parte dei grandi istituti bancari e in una errata politica di controllo. Questo “shock”, tuttavia, potrebbe considerarsi inaspettato solo per i sostenitori del concetto del libero mercato, come gli economisti della scuola di Chicago.

Basandosi invece sul pensiero di Hyman Minsky e, più in generale, della corrente post-keynesiana, si può affermare che le modifiche di cui è stato protagonista il sistema finanziario, negli anni precedenti alla crisi, andrebbero valutate nell’ambito più ampio del sistema capitalistico in generale. In particolare, negli USA la politica di *bail out* (il salvataggio da parte dello Stato di una istituzione finanziaria, come banche o assicurazioni, che si trovi in stato di insolvenza) nei confronti dei soggetti definiti “too big to fail” (espressione riferita a banche o istituti di credito considerati di interesse troppo rilevante da non poter essere lasciate fallire dallo Stato in caso di insolvenza) ha contribuito alla concentrazione del potere finanziario nelle mani di pochi istituti, divenuti sempre più grandi dal punto di vista delle dimensioni e sempre più finanziariamente importanti. Il tentativo da parte del governo americano di regolamentare in maniera efficace il sistema, trova come maggiore ostacolo proprio la complessità e la potenza politico-economica di queste istituzioni.

Seguendo l’approccio di Minsky, l’attuale fase del sistema finanziario è caratterizzata da soggetti altamente motivati nella ricerca del profitto: fondi comuni monetari, fondi di investimento fondi pensione privati. Egli sostiene, in particolare, che negli ultimi decenni del secolo scorso sia avvenuta una finanziarizzazione dell’economia: a differenza dell’immediato dopoguerra in cui la finanza aveva un ruolo periferico, limitandosi a

supportare il settore industriale, oggi, nella maggior parte dei paesi sviluppati, è al centro dell'intero sistema economico. Krippner (2005) definisce questo fenomeno come un "sistema in cui i profitti si accumulano principalmente attraverso i canali finanziari piuttosto che attraverso la produzione e il commercio di beni".

Effettivamente la distinzione tra finanza e industria si è sempre di più assottigliata con la comparsa di colossi come General Electric e General Motors, che hanno molto spesso tratto maggiori profitti da strumenti finanziari costruiti ad hoc piuttosto che dalle loro attività di produzione. Ne consegue che l'economia reale è quindi vulnerabile all'instabilità del settore finanziario ed esporrebbe al fallimento non solo le banche, ma anche le grandi industrie. Un peso significativo va dato anche allo smantellamento del quadro normativo che dagli anni '70 in poi (in seguito all'introduzione di nuovi strumenti finanziari), ha contribuito a un accrescimento delle istituzioni finanziarie statunitensi e ha consentito alle banche di intraprendere una gamma più ampia di attività. In conseguenza della globalizzazione, infatti, molti soggetti hanno iniziato a investire nei mercati. Questo fenomeno può essere quindi definito come "managed money economy", in cui il ruolo dei mercati finanziari è dominante all'interno dell'economia reale. Diversamente dagli imprenditori alla guida di una impresa che basano i propri profitti su una programmazione di medio-lungo periodo della loro attività, i gestori finanziari puntano al guadagno generato dalla differenza di prezzo dei valori mobiliari anche nel breve termine. Il sistema economico è quindi molto più fragile rispetto al passato e questo è stato evidenziato dalla crisi globale che nel corso del tempo ha assunto diverse sfaccettature.

Tra le molte innovazioni finanziarie, apparse sui mercati tra il finire del XX secolo e l'attuale, due in particolare, hanno sancito un indebolimento ulteriore del sistema finanziario: la cartolarizzazione e l'uso dei CDS. Per comprendere al meglio come la prima abbia influito è necessario guardare i dati FED presenti nel documento *Flow of Funds Accounts of the United States, 1945-2008 (June 11, 2009)*, secondo cui il ricorso al mercato finanziario da parte delle banche commerciali è molto diminuito a partire dagli ultimi anni del ventesimo secolo. Tendenza inversa invece si è avuta con le SPV (create proprio dalle banche per trasferire non performing loans dai propri bilanci a quelli delle società veicolo) emittenti di ABS, che dal 1984 al 2008 hanno raggiunto una quota di indebitamento pari al 20% del mercato finanziario. È possibile quindi affermare che la fragilità del sistema finanziario sia legata anche ai prestiti erogati dalle banche. In passato, gli istituti bancari concedevano prestiti solo a clienti con determinati requisiti

patrimoniali; in seguito, con gli strumenti finanziari citati in precedenza, hanno separato i concetti di rischio e responsabilità, prestando i propri fondi a soggetti molto rischiosi e spostando i rischi derivati al di fuori dei propri bilanci. L'analisi dei bilanci consente di verificare il passaggio delle banche al modello universale ovvero quello di banche presenti in diversi settori finanziari.

Come afferma Mishkin, (2007), per le banche, il reddito da non interesse derivante dalle attività fuori bilancio è aumentato dal 7% dei proventi totali nel 1980 al 44% nel 2007. In particolare, nel caso di JPMorgan Chase & Co, i flussi in entrata derivanti da attività come le commissioni per trading, investment banking, consulenza, attività di brokeraggio e la cartolarizzazione sono arrivati a costituire oltre il 50% del totale del reddito da non interesse.

Analizzando in dettaglio il ruolo svolto sul mercato dai credit default swap, si può affermare che essi svolgono la funzione di un'assicurazione proprio nei confronti dei titoli cartolarizzati al fine di renderli sicuri. I CDS sono uno strumento di copertura, poiché hanno la funzione di trasferire il rischio di credito: nel caso in cui un debitore si riveli inadempiente, il creditore potrà rivolgersi ad una terza parte (protection seller) la quale si assume il rischio di credito gravante sull'attività in cambio di una somma fissa periodica (commisurata al rischio e alla probabilità di insolvenza del debitore). Trattandosi di contratti non standardizzati, sono scambiati sui mercati Over-The-Counter (non regolamentati). Tuttavia, come afferma Lewis (2009), i CDS possono anche creare rischi dal nulla attraverso un uso speculativo, poiché permettono ai loro acquirenti di scommettere sulla svalutazione di beni, sul fallimento delle imprese o dei governi (in questo caso si parla di CDS sovrani). Durante la bolla immobiliare i credit default swap furono usati dalle banche per "coprire" le attività rischiose in cui si erano impegnate, in modo tale da sembrare apparentemente prive di rischi agli occhi delle autorità. Emblematico è stato il caso della compagnia di assicurazione American International Group (AIG) che nel 2007 rischiò il fallimento proprio per l'impossibilità di adempiere a tutti gli impegni assunti con l'emissione di CDS, costringendo il Governo americano a intervenire successivamente con un prestito di 85 miliardi di dollari (a cui poi se ne aggiunsero 37,8 poco tempo dopo).

In particolare, le prime avvisaglie della crisi si manifestarono agli inizi del 2007, quando la banca New Century, in seguito a una perdita in borsa dell'80%, lanciò un allarme utile. Pochi mesi dopo Wall Street subì un ribasso dell'1,5% innescando un inarrestabile

declino dei mercati. Nello stesso frangente numerosi titoli cartolarizzati subirono un declassamento da parte delle agenzie di rating. Contemporaneamente la crisi si estese alle banche e agli istituti finanziari del resto del mondo; in Europa in particolare, la banca britannica Northern Rock (specializzata nel credito ipotecario), fu protagonista di una corsa agli sportelli (*bank run*) a causa del panico diffusi tra gli investitori e i correntisti.

Diventò così evidente che il processo di trasferimento del credito, basato su cartolarizzazioni complesse con un alto livello di trasformazione delle scadenze, non era più in grado di rifinanziare le passività presenti in bilancio. Nei mesi seguenti, infatti, numerosi intermediari furono costretti a ricorrere al credito in ultima istanza proprio a causa del sorgere di passività potenziali, in seguito all'incepparsi del meccanismo di rifinanziamento che si sviluppava lungo una catena di società veicolo. Numerose banche andarono incontro ad ingenti perdite a seguito del downgrading dei titoli cartolarizzati presenti in bilancio.

Significativo, fu il caso della banca di investimento Lehman Brothers, che nel 2008, quando la crisi entrò nel vivo, fu costretta a dichiarare bancarotta portando il mercato azionario mondiale a un drastico crollo in seguito alla scelta del Governo americano di non optare per il salvataggio. In senso opposto fu il destino di Merrill Lynch che fu acquisita da Bank Of America (dopo aver dichiarato nel 2007 circa 40 miliardi di perdite su crediti). Sempre nello stesso periodo il gruppo AIG fu salvato dal Tesoro.

Nel 2009 la crisi economica era definitivamente diffusa a livello globale provocando profonde recessioni e forti diminuzioni del PIL di diversi paesi. Uno degli effetti del fallimento di Lehman fu l'improvviso calo di fiducia degli investitori nei confronti dei fondi monetari di investimento (FMM) a NAV costante, poiché il fondo di media dimensione Reserve Primary Fund, che aveva investito una quota del proprio portafoglio in titoli di Lehman, non fu in grado di mantenere costante il valore delle proprie quote in seguito al fallimento della banca. Secondo i dati riportati dalla SEC (*Securities and Exchange Commission*), l'ammontare dei riscatti solo nella settimana successiva fu pari a 300 miliardi di dollari.

Gli eventi susseguitisi tra il 2007 e il 2009 furono il risultato di una combinazione di elementi che si sono sviluppati in anni molto precedenti e divenuti poi letali per l'economia globale. Sicuramente tra le cause "immediate" ci sono la grande concessione di mutui *sub-prime* e la bolla immobiliare ad essi legata. A partire dagli anni '90, durante l'amministrazione Clinton, e continuando durante il governo di Bush (American Dream

Downpayment Act, 2003), le banche statunitensi iniziarono a concedere mutui per l'acquisto di una casa a soggetti che non potevano accedere a prestiti al tasso di mercato a causa di una storia creditizia negativa o delle loro pessime capacità di rimborso; quindi con un alto rischio di inadempienza.

I *subprime* sono mutui di qualità non primaria, inferiore a quella di prestiti concessi a soggetti maggiormente affidabili. L'unica garanzia presente su tali prestiti era l'ipoteca sull'immobile (acquistato tramite essi) che era considerata sufficiente poiché, grazie alla bolla immobiliare di quegli anni, i prezzi delle case crescevano con un trend costante. Sfruttando questo continuo aumento dei prezzi le banche e gli altri intermediari finanziari concedevano mutui basati sul concetto di *step-up*, cioè a partire dal terzo anno i tassi aumentavano notevolmente rendendo impossibile per il mutuatario adempiere all'obbligo assunto. In questo modo i soggetti prestatori (*lender*) entravano in possesso dell'immobile sottoposto ad ipoteca che nel frattempo aveva aumentato il proprio valore per effetto della bolla speculativa. La concessione di questi prestiti, chiaramente, portava alla presenza di crediti in bilancio, che erano cartolarizzati attraverso delle società non bancarie create appositamente.

Questa tendenza a impacchettare e rivendere i prestiti contribuì al passaggio dal tradizionale modello *originate-to-hold* in cui il *lender* mantiene il prestito erogato in bilancio fino alla scadenza, ad un modello *originate-to-distribute* che invece porta ad un trasferimento del rischio in seguito alle attività di cartolarizzazione. Nel primo caso, tipico delle banche tradizionali, poiché i rendimenti derivano dagli interessi sui prestiti e il principale rischio è quello di credito, le valutazioni sull'affidabilità finanziaria del soggetto a cui concedere il prestito sono fondamentali, per ridurre al minimo i problemi causati dalle asimmetrie informative di *adverse selection* e *moral hazard*; nel secondo modello invece le banche non hanno alcun interesse nello svolgere un'analisi così approfondita che anzi limiterebbe il numero di prestiti concessi e di conseguenza i flussi in entrata originati dalla cartolarizzazione.

Con il passare del tempo, le dimensioni del mercato delle cartolarizzazioni aumentarono, così come crebbe la dipendenza della raccolta di finanziamenti a breve termine sui mercati da parte di intermediari come gli hedge funds, i fondi pensione, le assicurazioni, i fondi sovrani, le società finanziarie. Spesso queste figure immettevano liquidità nel mercato repo bilaterale e usavano i titoli ricevuti come collateral a garanzia in altre operazioni. La bassa volatilità dei mercati nel periodo precrisi indusse i vari intermediari a piazzare come

garanzie titoli cartolarizzati, con sottostante mutui *subprime*, valutati con un haircut molto modesto, praticamente pari a zero, rispetto a quello richiesto successivamente (secondo G. B. Gorton e A. Metrick, nel paper “Haircuts” nel febbraio 2008 si è registrato un picco di questo valore pari al 45%); il termine haircut indica la percentuale di sconto dedotta dal valore di mercato di una security offerta come collateral in un repo, al fine di calcolare il suo prezzo di acquisto. In seguito a una sfiducia diffusa sul mercato, questi titoli iniziarono a perdere valore portando le banche a chiedere una garanzia maggiore. L'effetto finale fu quindi una forte svendita di attività finanziarie in breve tempo (*fire sales*) in mercati sempre meno liquidi.

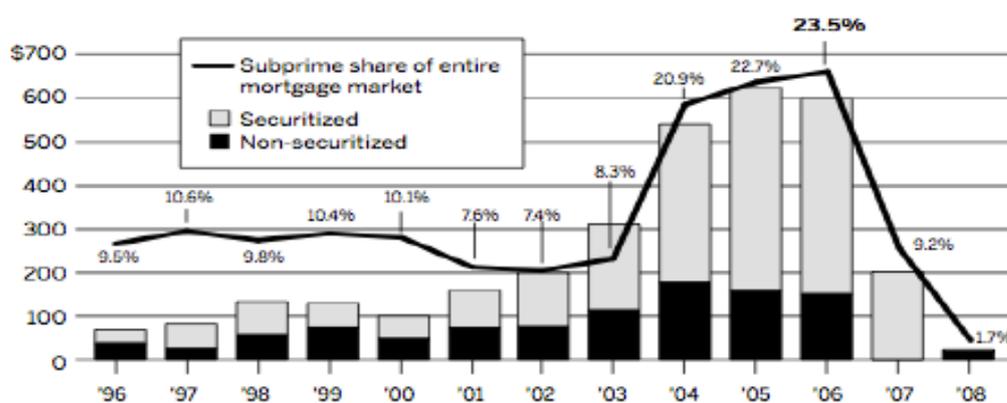


Figura 5 Prestiti concessi cartolarizzati e non dal '98 al 2008 (valori in miliardi di dollari)

Fonte The Financial Crisis Inquiry Report, Official Government Eitdion (2010)

In conclusione, il bisogno di rifinanziare costantemente i veicoli di cartolarizzazione ha portato ad un aumento della richiesta di liquidità a breve termine nel ventennio precedente alla crisi. La trasformazione delle scadenze, della liquidità e una elevata leva finanziaria sono stati gli effetti collaterali di un sistema di intermediazione nato al di fuori dei perimetri regolamentati, tenendo conto anche che diversi soggetti bancari gestivano in maniera indiretta numerosi soggetti shadow. Questi intermediari non bancari, senza il controllo ed il supporto della Federal Reserve, svolgevano un ruolo centrale nel processo di trasferimento del rischio di credito (tramite strumenti come i CDO e i CDS) e in quello di *rehypothecation* (riutilizzo del collaterale).

2.2 La regolamentazione statunitense

Il 21 luglio 2010 il presidente Barack Obama firmò la legge federale Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (nota come riforma di Wall Street) con l’obiettivo di regolamentare il sistema finanziario americano con leggi più ferree. Composto da un totale di 15 titoli e 541 articoli, tra gli interventi più importanti del Dodd-Frank Act ci sono sicuramente l’istituzione di due agenzie: *Financial Stability Oversight Council* che ha il compito di identificare i rischi relativi alla stabilità finanziaria del paese e promuovere il controllo dei mercati e *l’Office of Financial Research* che fa riferimento al Dipartimento del Tesoro e si occupa di raccolta dati e ricerche. A questi due soggetti se ne aggiunge un terzo previsto dal terzo titolo: *l’Office of the Comptroller of the Currency* che si occupa della vigilanza bancaria e fa capo al Board del Federal Reserve System.

Sicuramente tra gli obiettivi principali della riforma c’è quello di scongiurare la nascita di nuove bolle speculative e, soprattutto, evitare l’accumulo di rischio da parte degli intermediari finanziari con una conseguente maggiore trasparenza sui mercati; proprio per questo motivo la maggior parte degli operatori sono sottoposti a maggiore controllo da parte della SEC (hedge funds e fondi di private equity compresi). Compito della SEC è anche quello di vigilare sull’operato delle maggiori agenzie di rating (le Nationally Recognized Statistical Rating Organizations), anch’esse finite nell’occhio del ciclone durante la crisi, ree di non aver saputo valutare i rischi dei diversi strumenti finanziari per tempo.

Il sesto titolo introduce invece la Volcker Rule (dal nome dell’ex presidente della FED Paul Volcker) il cui scopo è impedire l’uso, da parte delle banche commerciali, dei depositi raccolti dai clienti in operazioni speculative come ad esempio l’attività di proprietary trading. Se da una parte gli enti federali vorrebbero del tutto vietare questa attività, dall’altro essa è fondamentale per le banche al fine di creare liquidità. Il punto di incontro consiste nella possibilità di praticare l’hedging, cioè le banche possono comprare e vendere titoli solo ed esclusivamente con lo scopo di proteggersi dai rischi sostanziali.

L’ultimo campo regolamentato dalla riforma è quello relativo agli swap over the counter. Alla SEC, in particolare, è stato attribuito il compito di monitorare i contratti basati su uno o pochi titoli, su finanziamenti o su determinati eventi, detti “security-based swap. La CTFC (*Commodity Futures Trading Commission*) ha invece l’incarico di monitorare

su tutti gli altri swap. La maggior parte degli interventi proposti dal Dodd-Frank Act ha incontrato la resistenza delle lobby e, più in generale, dei vari intermediari presenti sul mercato a livello globale. Proprio la fitta rete su cui si sviluppano i mercati, richiede un grande coordinamento tra diversi soggetti internazionali.

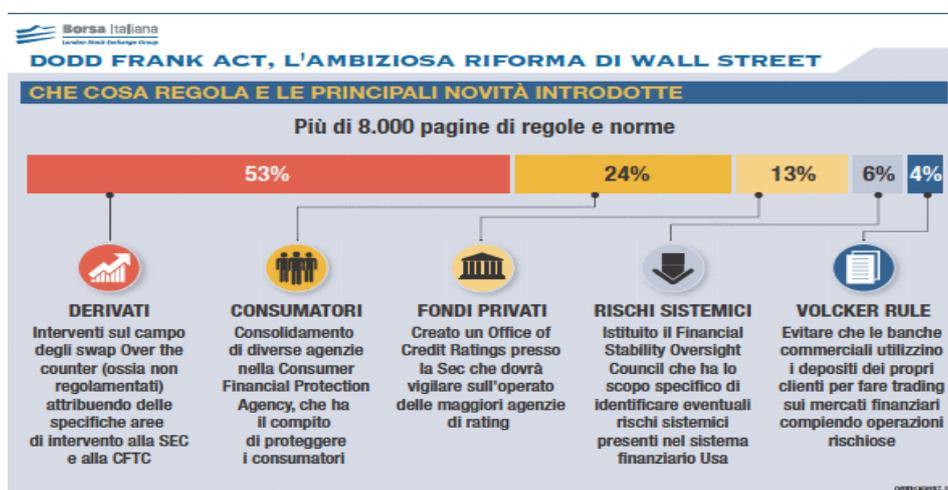


Figura 6 Schema riassuntivo delle principali novità previste dal Dodd-Frank Act

Fonte Borsa italiana (2013,) www.borsaitaliana.it/

2.3 Relazione del Financial Stability Board

Il Financial Stability Board (Consiglio per la stabilità finanziaria) è un organismo internazionale creato a Londra nel 1999 in sostituzione del Financial Stability Forum (FSF): ha il compito di monitorare la stabilità finanziaria a livello globale, proporre miglioramenti per i mercati finanziari e di incentivare la cooperazione internazionale delle autorità di vigilanza in modo da ridurre il rischio di crisi economiche attraverso la condivisione di informazioni. Con sede presso Basilea, attualmente rappresenta tutti i paesi del G20 (sia attraverso i rispettivi esponenti di governo sia attraverso le banche centrali), la Spagna, la Commissione Europea, Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cina, Corea, India, Indonesia, Messico, Russia, Sudafrica e Turchia. Proprio durante il summit tenutosi a Seoul nel novembre 2010, i vertici del G20 hanno chiesto al FSB, in collaborazione con altri organismi, di attuare misure di rafforzamento a livello di vigilanza e di regolamentazione sul fenomeno dello shadow banking system, in seguito all'emergere di alcune questioni poco chiare in materia di regolamentazione.

La risposta del Consiglio è arrivata il 27 ottobre 2011 con una relazione, a cui ne è susseguita una ogni anno, intitolata “*Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations of the Financial Stability Board*”, che può essere definita come il primo tentativo di affrontare a livello globale i problemi relativi al sistema bancario ombra. Come è indicato nel documento, il FSB ha istituito una Task Force con l’obiettivo di: definire i rischi che il sistema bancario ombra comporta per il panorama finanziario globale, individuare un approccio ideale per un monitoraggio efficace del sistema e infine predisporre, se necessario, ulteriori misure di regolamentazione per affrontare il rischio sistemico e i problemi generati da situazioni di arbitraggio regolamentato posto in atto da entità shadow. A sua volta la Task Force ha creato cinque gruppi di lavoro ognuno con il compito di analizzare diversi fronti.

Il primo affronta il problema di rivedere le regole prudenziali per le esposizioni dei soggetti bancari nei confronti di soggetti ombra e si occupa inoltre di uniformare i criteri internazionali di consolidamento prudenziale e contabile; il secondo gruppo è impegnato nell’arginare i rischi sistemici presenti nell’ambito dei fondi del mercato monetario in particolare quelli a NAV costante, spesso soggetti a elevati e improvvisi riscatti per via della loro natura; il terzo gruppo individua i soggetti che per dimensioni e grado di interconnessioni possono essere considerati sistemici e inoltre intercetta, monitora e regola i soggetti che svolgono una delle seguenti attività: gestione di veicoli d’investimento collettivo, estensione di credito dipendente da forme di raccolta a breve termine, intermediazione delle attività di mercato legata alla raccolta a breve o al prestito titoli, agevolazione nella creazione del credito grazie ad esempio all’uso di garanzie e intermediazione creditizia svolta attraverso la cartolarizzazione; il quarto gruppo ha il compito di individuare i criteri utili per definire un mercato delle cartolarizzazioni semplici, trasparenti e confrontabili; il quinto ed ultimo gruppo promuove iniziative per ridurre i rischi connessi alle attività di finanziamento tramite titoli. Si tratta di obiettivi complementari che hanno come minimo comune denominatore la limitazione dell’esposizione del sistema bancario tradizionale verso i rischi assunti dallo shadow banking.

Mercati fortemente interconnessi e una grande capacità di adattamento del sistema bancario ombra, hanno spinto il FSB e l’Organizzazione Internazionale delle Autorità di controllo dei mercati finanziari (IOSCO) a prendere come punto di partenza per l’analisi del sistema bancario ombra, le attività parallele che hanno originato rischi durante la crisi

finanziaria. Le soluzioni proposte dal Financial Stability Board riguardano, in primo luogo, una mappatura del sistema ombra da parte delle varie autorità nazionali attraverso i dati concernenti al flusso di fondi “flow of funds” relativi all’intermediazione del credito non bancario. Queste statistiche possono essere combinate con altre informazioni pertinenti come ad esempio i dati tratti dalle relazioni normative e di vigilanza del settore bancario le quali forniscono una panoramica utile sulle attività bancarie shadow, visti i frequenti collegamenti con le banche regolamentate. Importanti informazioni possono essere tratte anche analizzando i dati riguardanti i gruppi bancari poiché spesso, al loro interno, risultano soggetti non bancari.

In base ai risultati delle analisi di questi dati, le autorità potranno restringere i campi di ricerca basandosi anche sui differenti tipi di rischi impliciti nel processo di intermediazione creditizia, come la trasformazione delle scadenze e della liquidità, il trasferimento del rischio di credito e un’elevata leva finanziaria. Quando ci si concentra su determinati tipi di rischio, ricorda l’FSB, è importante cercare di identificare le catene di intermediazione perché focalizzare l’attenzione su uno specifico soggetto isolato potrebbe fuorviare la ricerca. L’ultima fase infine, riguarda un’approfondita analisi dei soggetti, dei mercati e degli strumenti finanziari ad alto rischio. In particolare, è posto al centro dell’attenzione il potenziale impatto che il default dell’oggetto dell’indagine avrebbe sul sistema economico globale. La relazione del Consiglio per la Stabilità Finanziaria propone quindi alcuni principi generali che le autorità nazionali dovrebbero applicare per mettere a punto e attuare le misure di regolamentazione che devono essere lungimiranti, flessibili, mirate, proporzionate, efficaci e costantemente riesaminate.

Durante il G20 del 2012, i leader hanno rinnovato il loro supporto al FSB che, come da programma, ha presentato il 18 novembre dello stesso anno il secondo rapporto annuale sul monitoraggio del sistema ombra accompagnato da alcune raccomandazioni per i diversi Paesi contenute nei documenti “*A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*” e “*A Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*”. Il monitoraggio, come sostenuto nelle documentazioni, deve essere volto ad eliminare i rischi generati dal sistema parallelo di intermediazione, non il sistema stesso. Quest’ultimo, anzi, potrebbe rappresentare una valida alternativa come fonte di credito a breve e lungo termine grazie alla riduzione del costo del credito. In particolare, l’attività svolta da intermediari di natura molto simile a quella bancaria che non facciano parte di una catena di

intermediazione creditizia, possono creare benefici per il sistema finanziario e per l'economia reale creando concorrenza sui mercati finanziari finalizzata ad una più efficiente allocazione del credito.

Nell'ultima relazione pubblicata da Financial Stability Board, il 5 marzo 2018, relativa all'anno 2017, spicca l'inclusione tra i Paesi fornitori di dati per l'analisi, il Lussemburgo che ha contribuito allo shadow banking con 3,2 mila miliardi di dollari e in cui ha sede il 10% dei soggetti che svolgono attività alternativa a quella bancaria. Un aspetto interessante è l'attenzione riservata dalle autorità di controllo al mondo del Fintech cioè ai rischi potenziali che potrebbe portare la relazione tra tecnologia e finanza. In particolare, sotto la lente di osservazione sono finite le *matching platform* che creano collegamenti tra chi richiede e chi presta denaro, le *notarised matching platform* in cui, a differenza delle prime, chi offre denaro è collegato ad una banca e infine i *balance sheet lender*, sistemi che permettono agli intermediari di erogare prestiti sulla base dei loro asset, spesso utilizzando cartolarizzazioni e, in molti casi, finanziati da hedge funds e banche.

È rilevato inoltre che il peso dei fattori come la cartolarizzazione e la leva finanziaria che avevano portato alla crisi sistemica nel 2008, si è assottigliato. Tendenza inversa invece si è avuta per i soggetti come hedge funds e money market funds che sono arrivati a costituire addirittura il 72% dello shadow banking. In ultima analisi, in paesi come Brasile e Australia sono evidenziati i forti legami tra i canali di finanziamento delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione, e tra quelli degli Ofi (*Others Financial Institutions*) e delle banche. Nel dettaglio, la liquidità scambiata tra compagnie assicurative e fondi pensione, viene poi reinvestita in fondi di investimento (appartenenti alla categoria degli OFI) che a loro volta hanno una stretta connessione con le banche. Le interruzioni di questi flussi di denaro causerebbero una crisi degli OFI che a sua volta si riverserebbe sul sistema bancario.

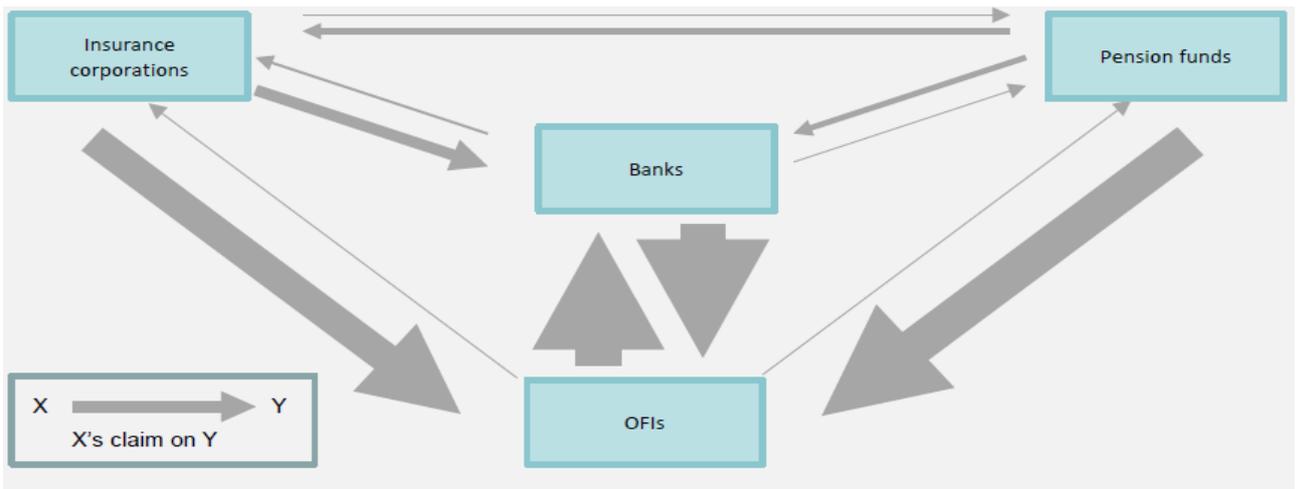


Figura 7 Connessioni tra compagnie di assicurazione, banche, OFI e fondi pensione

Fonte Financial Stability Board Global Shadow Banking Monitoring Report 2017

3 IL SISTEMA BANCARIO OMBRA NEL RESTO DEL MONDO

3.1 Lo shadow banking system a livello europeo e globale

In Europa il fenomeno del sistema bancario ombra risulta molto meno sviluppato rispetto agli Stati Uniti ed è presente soprattutto in economie come quella inglese o irlandese. In seguito alla crisi del 2008, l'Unione Europea si è dimostrata leader a livello internazionale per la riforma finanziaria legata, in particolare, alla normativa riguardante i derivati fuori borsa, alle misure volte a rafforzare i requisiti patrimoniali delle banche, alle attività creditizie non bancarie definite come shadow banking. Rispetto al lavoro svolto dal Financial Stability Board nel 2011, le indagini successive (a partire dal 2012), sono state estese; attualmente il campione comprende 29 paesi (sono stati aggiunti Argentina, Belgio, Brasile, isole Cayman, Cile, Cina, Hong Kong, India, Indonesia, Irlanda, Lussemburgo, Messico, Russia, Arabia Saudita, Singapore, Sud Africa, Svizzera, e Turchia ai già presenti Australia, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Korea, Olanda, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti) e la zona euro considerata nel suo insieme. Questa estensione fa sì che il monitoraggio del FSB copra l'86% del PIL mondiale e il 90% del sistema finanziario globale.

Secondo i dati raccolti, il sistema bancario ombra è cresciuto rapidamente prima della crisi, raggiungendo il livello più alto nel 2007 e diminuendo negli anni successivi. La zona euro presenta nel 2016 un livello più alto di attività appartenenti al sistema shadow rispetto agli Stati Uniti la cui quota è scesa drasticamente dal 2010 in poi. Le differenze principali tra le due diverse economie sono riscontrabili nella quota di intermediari finanziari non bancari presenti all'interno del sistema finanziario e delle attività da essi svolte, nella dimensione dello shadow banking rispetto al PIL e nelle recenti tendenze di crescita. Fra i dati del 2017 presenti nella relazione *Global Shadow Banking Monitoring* (FSB, 5 marzo 2018), spiccano Lussemburgo e Olanda, Paesi in cui il sistema bancario ombra è più ampio rispetto agli altri ordinamenti, rispettivamente 55% e 85%. L'eurozona si attesta al 30% assieme alla Svizzera, seguita dal Regno Unito al 25%. I Paesi in cui lo

shadow banking risulta più consistente in termini di PIL sono Lussemburgo (92%), isole Cayman (85%), Irlanda (76%) e Olanda (58%).

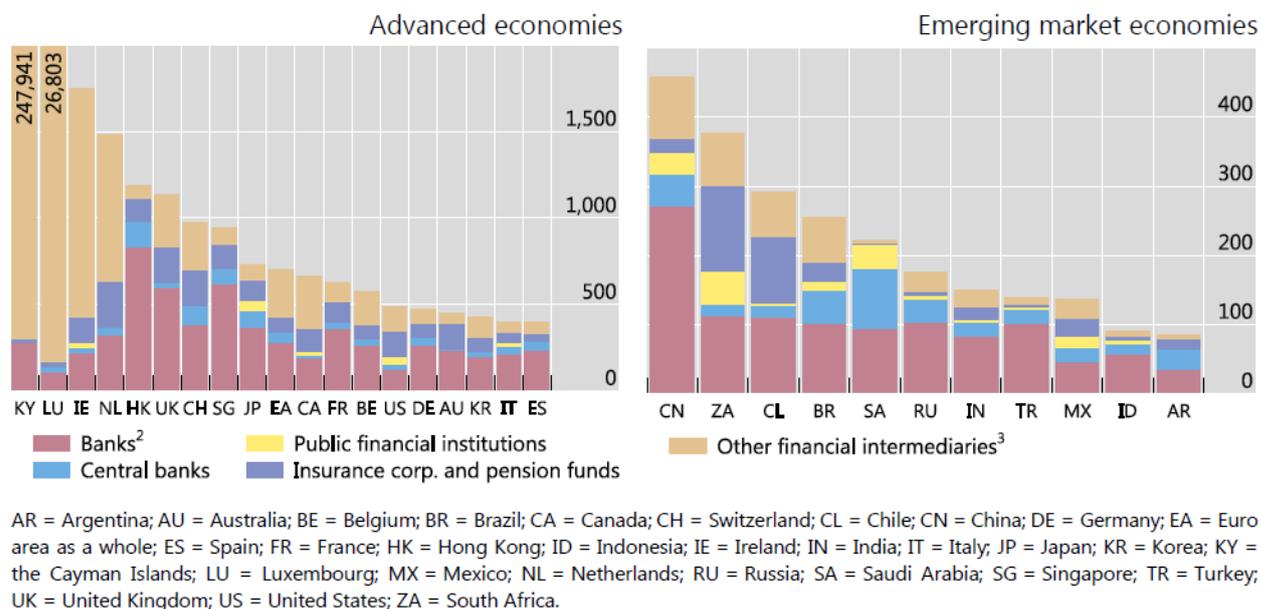


Figura 1 composizione del sistema finanziario alla fine del 2016

Fonte National sector balance sheet and other data; IMF World Economic Outlook; FSB calculations.

Particolare attenzione suscita il caso dell'Irlanda, dove il sistema bancario ombra è significativamente più grande rispetto al sistema bancario tradizionale. Proprio per questo motivo, a partire dal *Global Shadow Banking Monitoring Report* del 2012, il settore finanziario irlandese è costantemente sotto osservazione del Financial Stability Board. A fine 2014 la dimensione del fenomeno in Irlanda si attestava intorno ai 2000 miliardi di euro.

Gran parte dei soggetti operanti sono intermediari che si occupano di cartolarizzazioni e veicoli di investimento collettivo come i fondi di investimento che, a causa dell'alta leva finanziaria e di un elevato livello di trasformazione delle scadenze, potrebbero essere soggetti al fenomeno delle corse agli sportelli. Questi ultimi rientrano in un perimetro normativo ben delimitato a differenza dei primi che non sono soggetti a regolamentazione. I collegamenti a livello internazionale sono molto fitti, come è dimostrato dalla grande quantità di attività e passività presenti al di fuori del territorio nazionale ma riconducibili agli intermediari irlandesi. È necessaria perciò una

cooperazione tra le autorità di controllo globali basata sul monitoraggio e sulla condivisione di dati, al fine di valutare la potenziale presenza di rischio sistemico in maniera preventiva.

L'obiettivo della Central Bank of Ireland (la Banca Centrale Irlandese) è quello di delimitare a livello giuridico il sistema bancario ombra attraverso l'imposizione di specifici requisiti alle SPV. A fine 2014, l'81% del totale delle attività finanziarie in Irlanda (4.054 miliardi di euro) era al di fuori del sistema bancario tradizionale, diviso tra fondi di investimento (1.634 miliardi di euro), i money market funds e le società veicolo.

All'interno del report del Consiglio per la stabilità finanziaria rilasciato nel 2011, è presente un'analisi del sistema bancario ombra nell'economia italiana svolta in collaborazione con Banca d'Italia che, assieme alla CONSOB (*Commissione Nazionale per le Società e per la Borsa*), ha il compito di vigilare sulla maggior parte degli enti non bancari. Il caso analizzato è quello dei fondi di investimento immobiliare (real estate investment fund o REIF). Questi permettono agli investitori di trasformare gli investimenti immobiliari, che richiedono tempi più lunghi per natura rispetto agli investimenti di tipo mobiliare, in quote di attività finanziarie. In Italia sono presenti dal 1998 e sono costituiti e gestiti da società di gestione del risparmio (SGR). La Banca d'Italia raccoglie annualmente o semestralmente relazioni di supervisione e statistiche su tutti i fondi immobiliari gestiti da SGR. A giugno 2010 in Italia erano presenti 280 fondi il cui attivo totale era pari a 47,7 miliardi di euro, circa il 5,6% del totale degli intermediari di credito non bancari presenti sul territorio nazionale, e un NAV pari a 26,8 miliardi di euro. A metà 2017 si registrano secondo il report annuale di Banca d'Italia circa 440 fondi con un attivo quasi di 65 miliardi di euro. Il numero di REIF è aumentato in maniera esponenziale tra il 2003 e il 2008 passando da 18 a 229, inducendo così la Banca d'Italia ad analizzare nel dettaglio i potenziali rischi di questi soggetti. Le informazioni come attività e passività totali del fondo, NAV, ROE, rendite immobiliari lorde e nette, costi del servizio offerto, sono raccolte dall'ente di vigilanza direttamente dalle rispettive società di gestione e risparmio, con l'obiettivo di monitorare la leva finanziaria che è considerata come uno degli indicatori di rischio più importanti.

In Italia gli unici fondi ammessi sono quelli chiusi che danno agli investitori il diritto di riscattare le proprie quote solo ad intervalli prestabiliti, in specifiche circostanze e per importi limitati.

In seguito alla crisi del 2008 Banca d'Italia ha ritenuto le informazioni di controllo periodiche insufficienti per valutare le nuove forme di rischio e, più in generale, i potenziali effetti sistemici come quello di una contrazione improvvisa e protratta dei prezzi immobiliari che porterebbe problemi non solo ai fondi immobiliari, ma anche alle banche finanziatrici di questi ultimi. Come contromisura nel 2009 è stata avviata un'indagine specifica (Italian real estate investment funds: market structure and risk measurement, M. Leonardo Bianchi e A. Chiabrera, 2011) su tutti i REIF italiani con l'obiettivo di ottenere maggiori dettagli sulle caratteristiche dei prestiti e sulla struttura finanziaria. In seguito agli stress effettuati con le informazioni ottenute, è stato possibile stimare la probabilità di default di ogni fondo in un orizzonte temporale di tre anni in base ai diversi scenari avversi. Dall'analisi è emerso che il 9,5% dei fondi ha una probabilità di default superiore al 20% nel caso i prezzi immobiliari diminuissero del 5% ogni anno per tre anni. In seguito a ciò Banca d'Italia ha deciso di rafforzare il proprio quadro normativo per quanto riguarda la struttura delle scadenze patrimoniali.

Una situazione simile è presente nel Regno Unito in cui, sempre secondo la relazione del FSB del 2011, la Financial Services Authority (FSA), che dal 1° aprile 2013 è sostituita dalla Financial Conduct Authority (FCA), ha effettuato nel marzo 2011 un sondaggio su oltre 100 hedge fund (che complessivamente gestivano circa \$ 390 miliardi di asset) con l'obiettivo di stimare la quantità di fondi coinvolta nel processo di intermediazione creditizia e quindi rientranti nel sistema bancario ombra.

Uno dei principali rischi sistemici presi in considerazione è quello generato dall'elevato abuso di leva finanziaria, in cui non è importante solo la dimensione dell'indebitamento ma anche la sua durata, l'utilizzo e le garanzie fornite. Altri fattori monitorati sono la trasformazione delle scadenze e l'arbitraggio regolamentare. Dopo aver valutato i principali fattori di rischio sistemici, il quadro di monitoraggio proposto, attraverso un'analisi che identifica le potenziali esposizioni delle banche ai venti maggiori hedge fund, suggerisce una valutazione da condurre per chiarire il potenziale impatto che il fallimento di queste attività avrebbe sul sistema economico.

3.2 Proposte risolutive da parte delle istituzioni europee

Gli eventi del 2008 hanno evidenziato che il fallimento disordinato di soggetti del sistema bancario ombra comporterebbe un rischio sistemico, sia in maniera diretta, sia a causa delle elevate interconnessioni con il sistema creditizio tradizionale.

La conclusione emersa è che se a primo impatto questi soggetti risultano essere sottoposti ad una regolamentazione meno severa rispetto al resto del settore bancario, è anche vero che un aumento delle regole potrebbe spingere una consistente parte delle attività bancarie verso il sistema ombra e quindi al di fuori dei confini di una tradizionale attività di credito. In seguito a ciò la Commissione europea ha presentato il 9 marzo 2012 un Libro verde in cui sono analizzati i possibili rischi del sistema bancario ombra nell'Unione Europea e il modo in cui questi ultimi possono essere contrastati dal punto di vista normativo.

Oltre ad individuare i principali soggetti operanti nello shadow banking system e le loro attività, il documento presuppone che nell'UE esista già una regolamentazione che limiti, almeno in parte, alcune delle attività del sistema bancario parallelo. La proposta della Comunità europea attraverso tale documento è stata quella di sfruttare l'esperienza della Banca centrale europea (BCE), dell'Autorità bancaria europea (ABE), dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM), dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali (AEAP), del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) e delle diverse autorità nazionali, al fine di trovare il giusto equilibrio tra tre possibili strumenti complementari: una regolamentazione indiretta (regolamentazione dei legami tra il normale sistema bancario e il sistema bancario ombra), una adeguata estensione o revisione della vigente regolamentazione e una nuova regolamentazione specifica per le entità attive nello shadow banking system.

Il primo strumento, in particolare, è attuabile grazie a un maggiore controllo dei rapporti tra banche e soggetti ombra, poiché proprio grazie ad essi le attività esercitate da tali soggetti possono essere meglio supervisionate. Maggiore trasparenza è stata data agli obblighi di informazione relativi al trasferimento di attività finanziarie (IFRS 7) e ai principi che mirano a migliorare il consolidamento dei veicoli di cartolarizzazione. Inoltre, i maggiori requisiti patrimoniali richiesti alle banche in seguito alla modifica della direttiva del 2010 (la cosiddetta CRD III) hanno imposto a queste ultime di detenere un capitale nettamente più elevato al fine di coprire i rischi legati agli investimenti in

operazioni di ricartolarizzazione. Analoghi obblighi del mantenimento del rischio, sono stati imposti alle imprese di assicurazione le quali possono concedere garanzie su mutui, su prestiti diretti, investire in prodotti cartolarizzati, al fine di limitare le possibilità di arbitraggio regolamentare, in conformità con le modalità di applicazione della direttiva di Solvency II. A riguardo del campo di applicazione dell'attuale regolamentazione, esso è stato esteso a nuove entità ed attività con lo scopo di coprire più settori, affrontare il rischio sistemico e impedire l'arbitraggio regolamentare. In particolare, la Commissione ha presentato una proposta per estendere l'ambito di applicazione della MiFID (dal 3 gennaio 2018 sostituita dalla MiFID II) a tutti i sistemi di trading ad alta frequenza, al fine di rendere più trasparenti gli strumenti diversi da quelli del capitale e affidare alle autorità nazionali competenti e all'AESFEM maggiori capacità di intervento e di iniziativa nel controllare e attenuare i rischi derivanti dal sistema bancario ombra. L'ultima questione affrontata dal Libro Verde riguarda la regolamentazione diretta di alcune attività dello shadow banking. Per quanto concerne i fondi di investimento, è presente la direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi che sono tenuti a monitorare il rischio di liquidità e il rischio di gestione della stessa. Alle autorità nazionali inoltre è concesso di intervenire per limitare l'uso della leva finanziaria, nel momento in cui si rivelasse eccessivo in relazione ai rischi per la stabilità del sistema finanziario.

L'autorità bancaria europea, nel 2015, ha elaborato un focus denominato "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" sui collegamenti tra banche e entità shadow, con lo scopo di evidenziare l'esposizione delle banche europee. L'interazione tra il sistema tradizione e lo shadow banking, che avviene attraverso complesse catene di intermediazione finanziaria, potrebbe portare all'amplificazione di rischi sistemici a livelli sia nazionali che internazionali. All'interno del documento sono analizzate 184 istituzioni tra banche e imprese di investimento che appartengono ai 22 Stati membri. L'analisi parte dalle segnalazioni di 131 banche con esposizione del capitale verso i singoli soggetti del sistema bancario ombra pari o superiore rispetto allo 0,25% di quello ammissibile dalle istituzioni.

Grazie ai dati raccolti dall'ABE, è stato possibile acquisire informazioni sui fondi monetary market funds e non monetary market funds, sulle assicurazioni del credito, sulle

cartolarizzazioni e su una categoria denominata “altri” che comprende i soggetti non rientranti nell’elenco. In particolare, le maggiori esposizioni delle banche europee ai diversi soggetti ombra sono verso le cartolarizzazioni (26%), i fondi diversi dai MMF (22%) e le società finanziarie (18%). Circa il 60% delle esposizioni totali delle banche dell’UE sono verso soggetti ombra non domiciliate nell’Unione Europea: sono presenti molte interconnessioni con enti statunitensi (circa il 27%) e irlandesi (numerose società veicolo e di cartolarizzazione). L’analisi prende in considerazione solo i legami diretti, è quindi facile comprendere come un’analisi che includa anche i canali indiretti di contatto (come l’appartenenza alla stessa holding, oppure la concessione di assicurazioni o l’esposizione comune agli asset) avrebbe un risultato significativamente diverso in termini quantitativi.

In seguito a questa analisi sono state introdotte alcune linee guida per arginare i potenziali rischi derivanti da questa connessione, come quelle in vigore dal 1° gennaio 2017 proposte dall’ABE che stabiliscono criteri per fissare un limite alle esposizioni verso soggetti dello shadow banking e per individuare e affrontare i rischi non riconosciuti precedentemente.

Le linee guida propongono un approccio qualitativo che le istituzioni dovrebbero adottare al fine di arginare tali rischi. L’ABE vorrebbe utilizzare ulteriori dati per monitorare e valutare le passività dei bilanci delle diverse istituzioni in modo tale da acquisire maggiori informazioni sui fondi monetari di investimento e delineare meglio le interconnessioni con gli altri intermediari. È stata, infatti, intrapresa nel 2018 un’analisi sui soggetti bancari ombra operanti al di fuori dell’Unione europea. L’obiettivo è quello di dare una valutazione maggiormente dettagliata dei vari tipi di attività di intermediazione creditizia svolte da questi soggetti, fare maggiore chiarezza sui vari regimi prudenziali applicabili a livello nazionale e sui vari requisiti di autorizzazione ad operare, e indagare maggiormente su tutti i rischi potenziali non ancora considerati.

Oggi risulta impossibile negare che la liquidità globale sia fortemente influenzata dal rapporto tra banche e istituzioni finanziarie non bancarie e dalle varie percezioni del rischio nei diversi mercati. Dopo la crisi finanziaria del 2008, questa relazione è stata oggetto di numerosi studi da parte delle autorità nazionali, dai quali è emerso che ad ogni nuova fase di espansione dell’economia corrisponde un aumento degli investimenti combinato con operazioni di portafoglio che conducono ad un aumento del rischio. Si può

affermare quindi che l'offerta del credito è, oggi, molto elastica grazie ad attività come la cartolarizzazione che non pongono limiti all'erogazione di prestiti.

3.3 La regolamentazione italiana

A livello nazionale la regolamentazione in materia bancaria è disciplinata dal *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* (TUB) che grazie ad un approccio del legislatore adottato dagli anni '90 in poi, permette di arginare le possibilità di arbitraggi regolamentari. Molto importante è la riforma avviata dalla Banca d'Italia relativa al Titolo V del TUB che sarà attuata in seguito alla duplice consultazione degli schemi delle "Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari", e che ha previsto di riunire tutte le società finanziarie in un unico albo (cosiddetti intermediari 106). Alla base della riforma c'è un rafforzamento dei requisiti di accesso al mercato, dei poteri e dei controlli delle autorità di vigilanza con il fine di consentire l'esercizio delle attività finanziarie solo ai soggetti che dimostrino affidabilità e correttezza. L'effetto di queste nuove disposizioni è quello di sottoporre le diverse categorie di intermediari alle stesse regole, seguendo così la logica del principio della vigilanza "equivalente" applicato alle banche.

Relativo al tema shadow banking è la normativa italiana sulle cartolarizzazioni: "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti" (Legge n. 130/1999, 30 aprile) che ha permesso la creazione di soggetti maggiormente trasparenti e semplici, più votati all'emissione di ABS piuttosto che all'utilizzo di strumenti derivati di trasferimento del rischio del credito. Nonostante ciò, negli anni precedenti la crisi finanziaria, la diffusione delle cartolarizzazioni nel nostro paese è stata tra le maggiori a livello europeo come riportato dal capo del Dipartimento di Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia, C. Barbagallo durante un intervento presso il World Finance Forum (Milano, 5 marzo 2015).

Altro obiettivo della Banca d'Italia è il raggiungimento di una struttura finanziaria più equilibrata e una diversificazione delle fonti di investimento. Tra le varie iniziative ci sono alcune norme per promuovere l'emissione di obbligazioni da parte delle piccole e medie imprese (minibond) e altre che abilitano intermediari come fondi comuni di investimento, le assicurazioni e i veicoli di cartolarizzazione all'erogazione di prestiti. Tutto ciò è stato sviluppato in parallelo con le iniziative europee per sostenere lo sviluppo

di fondi dedicati agli investimenti di lungo periodo e di fondi che oltre ad investire nei crediti originati da altri soggetti (participation funds) possano erogare direttamente credito (origination funds). Questo fa riflettere, in quanto evidenza come il ricorso a soggetti del sistema bancario ombra possa essere considerato come una alternativa più che valida al sistema creditizio tradizionale se viene effettuato con moderazione e senza un eccessivo livello del rischio.

3.4 Il sistema bancario ombra in Cina

La crescita dell'economia cinese è stata senza dubbio una delle più importanti degli ultimi 30 anni. Nonostante un rallentamento a seguito della crisi del 2008, oggi rappresenta la seconda più grande economia del mondo dopo gli Stati Uniti. Anche qui un fenomeno molto diffuso negli ultimi anni è quello dello shadow banking system, anche se, come evidenziato da T. Ehlers, S. Kong e F. Zhu (2018), le differenze rispetto al sistema bancario ombra presente nelle altre economie sono significative. In questo caso, infatti, le banche sono gli attori principali che offrono prodotti finanziari attraverso soggetti non bancari come le società fiduciarie. Le banche sono quindi al centro di questo processo di intermediazione strutturata. Inoltre, è molto raro il ricorso ad attività come la cartolarizzazione, a differenza di ciò che accade negli Stati Uniti.

Lo sviluppo dello shadow banking in Cina può essere ricondotto alle necessità di liquidità da parte di soggetti privati, che a causa del trattamento privilegiato riservato al settore pubblico per quanto riguarda la concessione di prestiti, sono stati costretti a ricorrere a fonti alternative. Le radici di questo fenomeno affondano nella riforma del 1978 in cui il sistema economico cinese passò da un'economia di stampo socialista (in linea con la politica di Mao) ad una più aperta al mercato, ma ugualmente supervisionata dallo Stato nelle prospettive macroeconomiche (cosiddetto "socialismo con caratteristiche cinesi).

Questi sviluppi ebbero come effetto un aumento del volume delle transazioni monetarie e un aumento della domanda del credito. Da un certo punto di vista, quindi, la presenza di un sistema bancario parallelo, risulta necessaria poiché gli enti bancari non riescono a soddisfare la domanda di credito dei privati anche a causa delle stringenti norme che ne limitano i profitti. Proprio l'obbligo delle banche di operare nel rispetto dei limiti governativi, le ha costrette a mettere in atto strategie di arbitraggio regolamentare al fine di conseguire i profitti richiesti dagli azionisti privati.

Secondo D. J. Elliot (2015), due terzi dell'attività del sistema bancario ombra è costituita da prestiti effettuati da intermediari non regolamentati detti trust che operano per le banche stesse. I trust raccolgono fondi privati con il fine di investirli ed effettuare profitti, e poiché, non sono soggetti alle stesse normative delle banche, quando queste ultime non possono concedere prestiti, emettono un finanziamento ad un trust che a sua volta invia la liquidità al richiedente con l'obbligo di trasferire alla banca i flussi futuri da esso provenienti. I trust sono anche utilizzati dalle imprese statali definite SOE (State Owned Enterprises) che hanno costi di approvvigionamento bassissimi e sfruttano le falle nella regolamentazione per concedere prestiti, definiti *entrusted loans*, a tassi di interesse maggiori rispetto a quelli delle banche.

Altro strumento utilizzato dagli intermediari del sistema ombra sono i *wealth management products* (WMPs), che hanno lo scopo di fornire alle banche risorse finanziarie. Hanno una natura molto simile a quella dei depositi; si tratta, infatti, di strumenti di risparmio alternativi che garantiscono un rendimento proporzionale a quello degli asset sottostanti; asset che sono già detenuti dalle banche. Hanno una scadenza a breve termine e sono considerati, a livello legislativo, come prodotti di investimento e quindi non sono sottoposti a stringenti parametri rispetto agli altri servizi offerti dalle banche come la concessione di credito.

Si può affermare quindi che la principale area di attività si è spostata dalla fornitura di credito alle società private con difficile accesso alla liquidità, verso l'offerta di strumenti di risparmio alternativi. Allo stesso modo, nella fase intermedia, è emersa una nuova e più complessa intermediazione "strutturata" del credito ombra, che ha rapidamente raggiunto un'ampia scala. Questo è determinato dalle banche che tentano di alleggerire gli oneri normativi attraverso una trasformazione delle attività presenti in bilancio, in crediti di investimento. In ultimo luogo, meritano attenzione le nuove forme di intermediazione creditizia che sfruttano la tecnologia, come i siti P2P. In conclusione, il sistema bancario ombra in Cina sta diventando sempre più complesso e necessita di nuove forme di regolamentazione.

CONCLUSIONE

Lo sviluppo del sistema finanziario può essere senza dubbio uno strumento importante di sviluppo economico, ma potrebbe creare problemi se sottoposto ad un processo di deregolamentazione, come quello che è avvenuto dagli anni '70 fino alla crisi scoppiata nel 2008. In questo intervallo si è passati da un modello tradizionale di intermediazione creditizia ad un sistema in cui i prestiti concessi venivano trasformati in prodotti finanziari garantiti dai prestiti stessi. Questo modo di operare ha portato ad un eccessivo accumulo del rischio da parte dei vari soggetti coinvolti nel processo di intermediazione, scarsamente regolamentati e caratterizzati da un indebitamento particolarmente elevato. La leva finanziaria elevata e la complessità degli strumenti utilizzati, potrebbero comportare l'assunzione di posizioni speculative ad alto rischio. Il progressivo calo di fiducia nei confronti del mercato, da parte dei risparmiatori, costituisce un aspetto centrale del cambiamento del sistema finanziario, sollecitando il ricorso a forme di investimento alternative a quella bancaria, come rendimenti offerti da prodotti assicurativi o del risparmio gestito.

La presenza di un sistema bancario alternativo a quello tradizionale può, da un altro punto di vista, rappresentare un'opportunità per il sistema economico, vista la possibilità di attingere a più fonti di finanziamento. Il tentativo di regolamentazione che è in corso a livello internazionale quindi, dovrebbe in qualche modo cercare di aggirarne i rischi e valorizzarne i possibili benefici. Si ritiene che molto prevedibilmente lo shadow banking system, in un futuro prossimo costituirà una parte significativa del sistema finanziario, sicuramente diversa rispetto al sistema bancario tradizionale

BIBLIOGRAFIA

- Adrian T., Song Shin H., luglio 2009, The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports
- Albamonte D., 2017, Note di stabilità finanziaria e vigilanza: le nuove norme sulla cartolarizzazione dei crediti, Banca d'Italia
- Barbagallo C., 2015, Lo shadow banking e la regolamentazione italiana, intervento presso New International Finance Association World Finance Forum 2015, Milano
- Basel Committee on Banking Supervision, 2009, Strengthening the resilience of the banking sector, Bank for international settlements
- Carpiiglione F., 2016, Nuova finanza e sistema italiano, Utet giuridica, prima edizione
- Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M., dicembre 2012, Shadow Banking: Economics and Policy, International Monetary Fund
- Comitato sociale economico europeo, 2014, Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo — Il sistema bancario ombra: affrontare le nuove fonti di rischio nel settore finanziario, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea
- Commissione europea, 2012, Libro verde: Sistema bancario ombra, archivi online Commissione europea
- Commissione europea, 2013, Comunicazione della commissione al consiglio e al parlamento europeo Il sistema bancario ombra: affrontare le nuove fonti di rischio nel settore finanziario, archivi online Commissione Europea
- Elliot D., Kroeber A., Qipao Y., marzo 2015, Shadow banking in China: A primer, Economic Studies at Brookings
- Errico L., Harutyunyan A., Loukoianova E., Walton R., Korniyenko Y., Amidžić G., AbuShanab H., Song Shin H., ottobre 2014, Mapping the Shadow Banking System Through a Global Flow of Funds Analysis, International Monetary Fund
- European Banking Authority 2016, Orientamenti sui limiti delle esposizioni verso soggetti del sistema bancario ombra, archivi online European Banking Authority
- Figuera S., 2011, Alcune considerazioni sullo Shadow Banking System, Università degli studi di Catania, Facoltà di Giurisprudenza
- FSB task force, maggio 2017, Global Shadow Banking Monitoring Report 2016, Financial Stability Board

- FSB task force, marzo 2018 Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, Financial Stability Board
- FSB task force, novembre 2012, Global Shadow Banking Monitoring Report 2012, Financial Stability Board
- FSB task force, novembre 2012, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, Financial Stability Board
- FSB task force, novembre 2013, Global Shadow Banking Monitoring Report 2013, Financial Stability Board
- FSB task force, novembre 2014, Global Shadow Banking Monitoring Report 2014, Financial Stability Board
- FSB task force, novembre 2015, Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, Financial Stability Board
- FSB task force, ottobre 2011, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Financial Stability Board
- Lemma V., 2016, The Shadow Banking System, Palgrave Macmillan, prima edizione
- Leonardo M., Chiabrera A., aprile 2012, Italia real estate investment funds: market structure and risk measurement, Banca d'Italia
- Meeks R., Nelson B., Alessandri P., ottobre 2017, Shadow Banks and Macroeconomic Intability, Journal of Money, Credit and Banking
- Nersisyan Y., Randall Wary L., febbraio 2010, The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking, Levy Economics Institute, Working paper n. 587
- Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A., Boesky H., luglio 2010, Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports
- Pulchino F., 2014, Dalla banca di fatto alla banca fantasma: lo shadow banking system, Cacucci Editore, prima edizione
- Saunders A., Cornett M., Anolli M., Alemanni B., 2015, Economia degli intermediari finanziari, quinta edizione

SITOGRAFIA

<http://borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

<http://www.bancaditalia.it/>

<http://www.consob.it/web/consob/home>

<http://www.eba.europa.eu/http://www.fsb.org/>

<http://www.ilsole24ore.com/>

