



Dipartimento: *Impresa e Management*

Cattedra: *Economia dei mercati e degli intermediari finanziari*

TITOLO

Evoluzione finanziaria dello Shadow Banking System: funzionamento, nuovi trend e regolamentazione

RELATORE:
Prof. Alfredo Pallini

CANDIDATO:
Cristiano Meli
Matr. 224981

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

Indice

INTRODUZIONE.....	4
CAPITOLO 1 – Che cos'è lo <i>Shadow Banking System</i>.....	6
1.1 Definizione e portata del fenomeno	6
1.2 Gli attori dello SBS	9
1.3 Rapporto con il sistema bancario tradizionale	15
CAPITOLO 2 – Funzionamento e nuovi <i>trend</i>.....	20
2.1 Le attività chiave dello SBS: <i>Securitization e Collateral Intermediation</i>	20
2.2 Opportunità e rischi dello SBS	34
2.3 Evoluzione dello SBS e nuovi <i>trend</i>	38
CAPITOLO 3 – Regolamentazione internazionale.....	45
3.1 Il contributo del <i>Financial Stability Board</i>	45
3.2 Il contributo dell'Unione Europea	50
3.3 La regolamentazione italiana	56
CONCLUSIONE.....	60
BIBLIOGRAFIA.....	62
SITOGRAFIA.....	65

Introduzione

Con la grande crisi economico-finanziaria del 2007/2008 è emerso un fenomeno che affonda le proprie radici negli ultimi decenni del ventesimo secolo: lo *Shadow Banking System* (d'ora in poi anche SBS), un sistema bancario secondario sviluppatosi all'ombra di quello tradizionale.

Tale sistema, ritenuto da molti protagonista dell'insuccesso globale negli anni di crisi, rappresenta uno degli argomenti maggiormente dibattuti e studiati a livello internazionale, in quanto si è cercato di capire la dimensione e la portata del fenomeno, nonché le caratteristiche degli attori coinvolti.

Senza alcun obiettivo di presentare un'analisi esaustiva, il presente lavoro esamina il Sistema Bancario Ombra nelle sue diverse sfaccettature.

Il primo capitolo si propone di fornire una definizione del fenomeno attraverso una panoramica generale dello stesso, identificando le entità finanziarie coinvolte ed il loro ruolo all'interno del sistema.

Inoltre, si passano in rassegna le differenze concettuali e regolamentari tra il sistema bancario tradizionale e lo SBS, in particolare ponendo l'accento sull'interconnessione diretta ed indiretta tra i due sistemi, per via della potenziale pericolosità per la stabilità finanziaria.

Nella parte centrale del lavoro, si esamina in prima istanza il funzionamento del fenomeno mediante una dettagliata analisi delle due attività chiave dello *shadow banking*: la *securitization* e la *collateral intermediation*.

A seguire vengono esposte le opportunità e i rischi del finanziamento non bancario, che se da un lato costituisce una risorsa per l'economia in generale, dall'altro, tuttavia, rappresenta un elemento potenzialmente molto critico per la stabilità finanziaria globale. Inoltre, nel presente elaborato si mostra l'evoluzione dello *Shadow Banking System*, che negli anni ha assunto dimensioni sempre più notevoli, unita ad un particolare focus sui nuovi *trend* riguardanti tale fenomeno, come il più recente credito *FinTech*.

Il terzo ed ultimo capitolo, infine, mostra le differenti procedure regolamentari messe in atto, o in procinto di esserlo, da parte delle differenti autorità di regolamentazione nel mondo – in particolare *Financial Stability Board* e Unione Europea – per ridurre i rischi dello SBS cercando di mantenere, tuttavia, i pregi che contraddistinguono il sistema

bancario parallelo.

Ultimo argomento della trattazione è rappresentato dall'approccio utilizzato dallo Stato italiano per limitare l'ascesa di tal fenomeno.

CAPITOLO 1 – Che cos'è lo *Shadow Banking System*

1.1 Definizione e portata del fenomeno

La conformazione e il funzionamento dei mercati finanziari a livello globale sono in continua evoluzione, con la nascita ogni anno di nuovi prodotti, strumenti, mercati, entità e autorità di vigilanza.

All'interno dell'intricato mondo dei mercati finanziari, negli ultimi anni, ha assunto notevole importanza un sistema creditizio parallelo a quello tradizionale, il cosiddetto *Shadow Banking System*, conosciuto in italiano con il nome di Sistema Bancario Ombra.

Tale fenomeno – oggetto di molteplici dibattiti a livello internazionale a seguito della crisi economico-finanziaria del 2007/2008 – affonda le proprie radici negli ultimi decenni del ventesimo secolo. È proprio a cavallo degli anni '80 che si assiste, infatti, all'ascesa dello *Shadow Banking System*, periodo connotato da numerosi e intensi cambiamenti nel settore bancario quali la deregolamentazione, la crescente globalizzazione dei mercati e soprattutto l'innovazione tecnologica.

Tuttavia, il termine *shadow banking* venne utilizzato per la prima volta nel 2007 dall'economista Paul McCulley in un intervento intercorso nel Simposio annuale organizzato dalla FED presso Jackson Hole¹, con riferimento allo sviluppo di nuove forme di intermediazione finanziaria al di fuori del sistema bancario.

L'economista sottolineò che la forma di intermediazione affermata in quegli anni si basava su una varietà di veicoli di investimento con elevata leva finanziaria, di *conduits* e di altre strutture esterne al sistema bancario tradizionale. Pertanto, le “banche ombra non regolamentate”, anziché utilizzare le forme di finanziamento tipiche, come i depositi dei risparmiatori e l'accesso alla liquidità della rispettiva banca centrale, raccoglievano attraverso strumenti *market-based*, esponendosi, ed esponendo il sistema finanziario stesso, al rischio di liquidità².

1 McCulley P. “*Teton Reflections*”, Global Central Bank Focus, Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole Economic Symposium, agosto/settembre 2007

2 Barbagallo C., “*Lo shadow banking e la regolamentazione italiana*”, NIFA – New International Finance Association World Finance Forum 2015, “La rinascita economica e finanziaria in Europa e in Italia”, Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 5 marzo 2015

Successivamente, la definizione di *Shadow Banking System* divenne oggetto di numerosi dibattiti sia in ambito accademico che in ambito istituzionale e regolatorio.

Secondo l'interpretazione fornita dalla dottrina, tale concetto ricomprendeva non solo la creazione di rischi di natura bancaria al di fuori del sistema bancario tradizionale, bensì anche la frammentazione del processo di intermediazione creditizia attraverso tecniche di trasferimento del rischio di credito, il ricorso ai mercati *repo* e l'utilizzo di collaterale poco liquido per costruire posizioni con leva elevata, fino a giungere ad ogni mera forma di intermediazione creditizia non regolamentata.

La disomogeneità e, talvolta, l'assenza di regolamentazione a livello internazionale relativa alle entità *shadow*, hanno indotto nel dicembre 2010 il *Financial Stability Board* (FSB) – organismo internazionale con il compito di monitorare il sistema finanziario mondiale – a costituire una *task-force* incaricata di raccogliere dati sul fenomeno, con specifico riferimento alle statistiche ufficiali.

Il primo rapporto della *task-force*, pubblicato nell'ottobre 2011, ha fornito un inquadramento del fenomeno sia ai fini nozionistici che da un punto di vista quantitativo, mediante indicazioni sulla portata e sulla dimensione.

In base a tale documento lo *Shadow Banking System* viene definito come “ogni forma di intermediazione creditizia che coinvolge entità o attività in parte o completamente al di fuori del sistema bancario tradizionale”³. In altre parole, si tratta di quel complesso di mercati, istituzioni e intermediari che erogano servizi bancari senza essere sottoposti alla relativa regolamentazione.

La definizione fornita dall'FSB risulta essere completa e flessibile, in quanto ricomprende al suo interno non soltanto le entità al di fuori del sistema bancario ma anche le attività del medesimo, adattandosi, dunque, ad un fenomeno in continuo mutamento.

Inoltre, la relazione include la possibilità di arbitraggi regolamentari oltre che numerosi rischi di natura bancaria all'interno del processo di intermediazione. Le responsabilità rivestite dalle entità *shadow* all'interno della crisi dei *subprime* negli anni 2007 e 2008 hanno condotto l'FSB ad intervenire in materia anche in termini di reperimento di dati ed informazioni.

La carenza informativa a livello internazionale - diretta conseguenza di una scarsa

3 FSB, “*Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*”, Basilea, ottobre 2011

regolamentazione - non permetteva il monitoraggio del fenomeno e degli eventuali interventi correttivi. A tal proposito, nel primo rapporto del 2011, dal punto di vista quantitativo l'FSB ha fornito una stima della dimensione dello *shadow banking*. A livello globale, il Sistema Bancario Ombra si è reso protagonista di una crescita sostenuta nel tempo: il valore delle transazioni realizzate pari a 26.000 miliardi di dollari nel 2002 si è più che raddoppiato nel corso degli anni, arrivando ad un valore di circa 67.000 miliardi di dollari nel 2011, pari al 111% del PIL mondiale e a circa il 50% degli *asset* dell'intero sistema bancario. La percentuale maggiore di tale ammontare risultava posseduta dagli Stati Uniti con il 35%, seguiti dall'Unione Europea con il 33%.

1.2 Gli attori dello *Shadow Banking System*

Il processo di intermediazione creditizia dello SBS comprende al suo interno una molteplicità di operatori finanziari.

Le cosiddette entità *shadow* – soggetti operanti al di fuori del tradizionale sistema bancario – si caratterizzano per lo svolgimento di una o più delle seguenti attività⁴, quali:

- la raccolta dei finanziamenti con caratteristiche analoghe ai depositi bancari;
- la trasformazione delle scadenze e/o della liquidità;
- il trasferimento del rischio di credito;
- l'uso, diretto o indiretto della leva finanziaria.

Tali entità costituivano, e costituiscono tuttora, il fulcro dello SBS: negli anni antecedenti la crisi, tuttavia, ponevano in essere un'attività bancaria parallela ed esterna a quella legale regolamentata, mentre ad oggi, molte di queste sono state sottoposte a specifica regolamentazione.

La categoria delle entità *shadow* comprende:

- 1) società finanziarie specializzate che forniscono garanzie sui crediti: entità non sottoposte a regolamentazione aventi come scopo l'esercizio dell'attività creditizia supportata da garanzie e la trasformazione delle scadenze e della liquidità;
- 2) fondi di mercato monetario (MMF - *Money Market Funds*): investitori istituzionali che raccolgono le risorse finanziarie dei risparmiatori per investirle in portafogli diversificati di attività.

I MMF contengono in varie percentuali gli strumenti del mercato monetario con scadenza inferiore ai 12 mesi, quali Titoli di Stato, certificati di deposito, accettazioni bancarie, cambiali finanziarie (*commercial paper*), ecc.

I fondi di mercato monetario possono distinguersi in due differenti classi: la prima, avente NAV (*Net Asset Value*)⁵ variabile (fondi VNAV), prevede sottoscrizioni o riscatti

4 European Commission, “*Green Paper – Shadow Banking*”, p. 4, Bruxelles, 19 marzo 2012

5 “Rapporto tra la somma dei valori di mercato delle attività del portafoglio di un fondo comune di investimento e il numero di quote in circolazione. Esso rappresenta il prezzo che un investitore dovrebbe versare per sottoscrivere nuove quote oppure il prezzo che dovrebbe incassare dal rimborso delle quote di cui in possesso”.

Cfr. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/net-asset-value.html>

al valore di mercato del NAV, mentre la seconda, avente NAV costante (fondi CNAV), tende ad offrire un NAV invariato in base al quale gli investitori sottoscrivono o riscattano le quote. Sulla seconda categoria di fondi di mercato monetario, i cosiddetti fondi CNAV, vige però l'obbligo di investire la maggior parte dei propri *asset* nel debito pubblico.

I MMF, grazie alle loro caratteristiche di elevata liquidità, diversificazione degli investimenti e valore relativamente stabile, fungono da alternativa ai depositi bancari. Il ruolo centrale ricoperto da queste entità all'interno dello SBS deriva soprattutto dalla stretta interconnessione con il settore bancario, nonché dall'eventualità di “corse” ai riscatti da parte degli investitori.

3) *hedge funds*: fondi che generano rendimenti non correlati con l'andamento del mercato attraverso l'utilizzo di una vasta gamma di strategie d'investimento⁶.

La piena libertà di investimento e di strategie di gestione rappresentano la peculiarità di queste entità *shadow* che, rispetto agli altri fondi comuni di investimento, si differenziano in termini di obiettivi. Infatti, grazie ai minori vincoli nella strategia di gestione e nella scelta dell'*asset allocation*, l'obiettivo principale che ne consegue è quello di fornire all'investitore un rendimento assoluto positivo (*absolute return*), indipendentemente dalla performance dei mercati finanziari, mediante un sistema di gestione puntuale del rischio.

Il punto di forza di queste entità consiste di fatto nel saper sfruttare le inefficienze del mercato. Peraltro, la piena autonomia di cui godono gli *hedge funds* riguarda sia la scelta dei mercati sia l'oggetto dell'investimento. Anche le strategie di investimento non sono sottoposte a restrizioni di alcun tipo: i gestori dei fondi possono infatti ricorrere senza limiti a strumenti derivati, utilizzare la leva finanziaria e acquistare o vendere allo scoperto sui mercati.

In relazione alla strategia di investimento posta in essere, possono distinguersi tre tipologie di *hedge funds*: la prima identifica il cosiddetto *global macro fund*, cioè un fondo che specula sull'andamento delle economie mondiali (tassi di interesse, valute, ecc), sia sfruttando modelli quantitativi sia basandosi sulla discrezionalità del gestore; la seconda coincide con l'*arbitrage fund*, cioè un fondo che specula sulle differenze di prezzo di titoli presenti in mercati diversi, prevedendo quindi l'acquisto di titoli su una

6 <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/hedge-fund.html>

piazza e l'immediata cessione su un'altra piazza; infine, l'ultima identifica il *long/short equity hedge*, ossia un fondo che acquista/vende azioni allo scoperto, speculando sui titoli le cui quotazioni si ritiene siano destinate a salire/scendere⁷.

La piena libertà di investimento di cui godono gli *hedge funds*, che consente di ottenere rendimenti più elevati, è tuttavia bilanciata da maggiori costi, anche in termini di minore trasparenza, e maggiori commissioni di gestione. Infine, la particolare attenzione rivolta all'operato degli *hedge funds* è dovuta al ruolo chiave ricoperto dagli stessi: infatti, una reazione a catena di crisi di liquidità innescata dal fallimento di un fondo speculativo può incidere in maniera consistente sulla stabilità del sistema economico-finanziario.

- 4) società a destinazione specifica: società costituite per uno scopo specifico, come per esempio la realizzazione di un'attività di ricerca e sviluppo oppure la cartolarizzazione di attività finanziarie.

Appartengono a questa categoria gli *special purpose vehicles* (SPV), gli *structured investment vehicles* (SIV) oltre che gli *asset-backed commercial paper conduits* (ABCP *conduits*). In generale, la destinazione specifica è rappresentata dal trasferimento di attività finanziarie cedute da terzi, ognuna con la propria garanzia, ad un pubblico di investitori.

Nel processo di intermediazione creditizia dello SBS la società veicolo riceve dai cosiddetti *originator*, cioè istituzioni finanziarie che cedono gli *asset* da cartolarizzare, masse di singoli crediti unitamente alle garanzie, qualora esistenti, in cambio di denaro. A sua volta, per finanziare i crediti ceduti da terzi, la società veicolo emette titoli di debito sul mercato, come ABS⁸, ABCP⁹ e CDO¹⁰. Nell'espletamento dei suoi compiti, l'SPV suddivide i titoli collocati in base alla priorità di rimborso. Operando in tal modo, il rischio di insolvenza colpisce prima le categorie di titoli a priorità più bassa e successivamente tutte le altre. Attraverso il processo di cartolarizzazione vengono dunque eliminati i crediti oggetto dell'operazione dall'attivo dell'*originator*

7 Saunders A., Cornett M., Anolli M., Alemanni B., “*Economia degli intermediari finanziari*”, pp. 461-463, McGraw-Hill, quarta edizione, 2015

8 “Strumento finanziario emesso a fronte di un'operazione di cartolarizzazione i cui flussi (in termini di interessi e di capitale) sono collegati ai flussi di cassa associati a un pool di strumenti segregati”.

Cfr. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/asset-backed-security.html>

9 Carta commerciale garantita da altre attività finanziarie (il rimborso del capitale ed il pagamento di interessi dipendono dai flussi di cassi degli attivi sottostanti).

Cfr. <https://www.unicreditgroup.eu/it/info/glossary.html>

10 “Titolo a reddito fisso tutelato da un portafoglio di obbligazioni, prestiti e altri strumenti”.

Cfr. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/collateralized-debt-obligation.html>

(generalmente una banca), con l'obiettivo finale di trasferire il rischio oppure ottenere una trasformazione delle scadenze.

Uno dei punti cardine circa le società a destinazione specifica riguarda l'oggetto sociale esclusivo e limitato, che le rende giuridicamente indipendenti dalle vicende economiche dell'*originator*. A tal proposito, risulta fondamentale che non vi siano legami formali con la casa madre, altrimenti verrebbero considerate come parte integrante del gruppo e i loro bilanci dovrebbero essere consolidati, il che comporterebbe il mancato trasferimento del rischio ricercato proprio mediante la cartolarizzazione.

Tuttavia, esiste la possibilità che questi *conduits* vengano collegati dal mercato alla casa madre, anche in assenza di legami formali. Tale scenario, soprattutto nei casi in cui le società veicolo dovessero trovarsi in difficoltà, come avvenuto nel periodo di crisi del 2007/2008, causerebbe un “danno reputazionale” alla casa madre. Pertanto, al fine di scongiurare tale rischio, la banca promotrice può ritrovarsi costretta a reinserire nel proprio bilancio le attività e le passività di tali *conduits*¹¹.

Inoltre, queste entità chiave dello SBS, si caratterizzano per la loro funzione di garanzia per gli investitori. Infatti, chi acquista i titoli emessi dalle società veicolo sopporta soltanto il rischio di insolvenza legato ai crediti e non anche il rischio di un eventuale dissesto dell'istituzione finanziaria che ha ceduto gli *asset*. Dunque, gli investitori risultano certamente protetti dal rischio proveniente dall'attività dell'*originator* ma restano esposti al rischio legato al portafoglio di crediti selezionati.

Infine, con lo scopo di agevolare le parti interessate e rendere più trasparente il processo di cartolarizzazione, le società di *rating* valutano la qualità dei titoli obbligazionari emessi dalle società veicolo e i relativi crediti sottostanti.

- 5) operatori del mercato repo (*repurchase agreement*): differenti categorie di operatori finanziari che stipulano contratti di *repurchase agreement*, ossia operazioni di pronti contro termine.

Tali contratti consistono nell' “*impegno da parte di un operatore a vendere una determinata quantità di titoli ad un altro operatore, con la promessa di riacquistarli ad un prezzo e ad una data futura prestabiliti*”¹². Si tratta, in sostanza, di un'operazione di finanziamento tra due parti garantita dal titolo temporaneamente ceduto. Solitamente, i

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

12 Saunders A., Cornett M., Anolli M., Alemanni B., “*Economia degli intermediari finanziari*”, p. 149, McGraw-Hill, quarta edizione, 2015

titoli che fungono da garanzia nei pronti contro termine sono i Titoli di Stato.

Il costo del prestito è determinato dalla differenza tra prezzo di vendita e prezzo di riacquisto, i quali risentono entrambi della qualità dei titoli utilizzati come collaterale. Infatti, un minor standing creditizio di tali titoli rende più oneroso il finanziamento della liquidità.

I repo rappresentano quindi uno strumento fondamentale per impiegare o raccogliere liquidità a breve scadenza: le unità in surplus possono ottenere un rendimento tramite la differenza tra il prezzo di vendita e il prezzo di riacquisto, d'altro canto invece, le unità in deficit possono finanziarsi ad un tasso di interesse ridotto rispetto ai tassi di riferimento, per via dei titoli posti come collaterale.

All'interno del mercato repo operano molti intermediari finanziari come fondi comuni, fondi pensione e compagnie assicurative, con lo scopo di ottenere un rendimento addizionale sui loro portafogli oppure raccogliere liquidità da investire. Tuttavia, la maggior parte dei pronti contro termine è costituita da transazioni di depositi interbancari con garanzia collaterale fra le banche. Il massiccio utilizzo di questi contratti si estende sino alle banche centrali: infatti, le operazioni temporanee di ribilanciamento della liquidità vengono realizzate tramite l'utilizzo di operazioni di pronti contro termine.

- 6) broker - dealer: intermediari finanziari che svolgono un ruolo fondamentale all'interno dei mercati nell'incontro tra domanda e offerta.

Per quanto concerne la figura del *broker*, si tratta di un operatore che, senza assumersi alcun rischio, compra e vende per conto dei propri clienti titoli di varia natura. Funge dunque da fornitore di accesso al mercato, in quanto pone in essere le negoziazioni che il committente intende effettuare mediante la ricerca attiva della controparte disposta a negoziare a condizioni compatibili¹³. Il compito dei *broker* non si limita però alla ricerca e alla selezione di investitori aventi esigenze concidenti, bensì è molto comune che essi offrano anche servizi di consulenza finanziaria.

L'altra essenziale figura di intermediario è rappresentata dal *dealer* o *market maker*. Tale operatore, grazie alla notevole quantità di titoli trattati, si impegna a garantire costantemente dei prezzi di acquisto e di vendita di un titolo posseduto. In sostanza, i dealer effettuano negoziazioni di strumenti finanziari per conto proprio, acquistando

13 <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/broker.html>

strumenti che confluiscono nel loro portafoglio di proprietà e vendendo strumenti detenuti in proprietà e traendo da tali negoziazioni un profitto¹⁴. A differenza dell'operato del *broker*, volto alla ricerca della liquidità, il *dealer* invece fornisce liquidità al mercato.

14 <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/dealer.html>

1.3 Rapporto con il sistema bancario tradizionale

Il rapporto che lega il sistema bancario tradizionale con quello ombra risulta essere molto più profondo di quanto si possa pensare.

Le banche, al fine di consentire finanziamenti a basso costo ed effettuare trasformazioni di scadenze e di liquidità, spesso supportano le entità *shadow*, sia assumendo un ruolo primario all'interno del processo di intermediazione creditizia dello SBS, sia fornendo assistenza tramite garanzie collaterali. Oltre al fatto che le banche possono essere proprietarie di entità *shadow*, come società finanziarie, *conduits*, ecc, ad alimentare ulteriormente questa congiunzione vi sono i reciproci scambi di fondi tramite prestiti ed investimenti in prodotti finanziari. Orbene, se da un lato l'interconnessione tra settori finanziari può concorrere alla diversificazione del rischio, dall'altro, soprattutto in periodi di tensione, può invece amplificarne la trasmissione.

La presenza di stretti rapporti tra banche e altri intermediari finanziari al di fuori della tradizionale regolamentazione, può costituire un fattore di pericolosità per l'intero sistema. Infatti, l'interconnessione può minare la stabilità finanziaria attraverso i canali di finanziamento, in particolare quando questi vengono associati all'accumulo di disallineamenti di leva finanziaria, di scadenze o di liquidità. L'ormai più che decennale crisi finanziaria globale ha indotto le autorità regolamentari a valutare nel dettaglio l'interconnessione esistente tra il sistema bancario tradizionale e quello ombra, al fine di mitigare i rischi sistemici, in quanto ritenuta una delle maggiori cause. A tal proposito, una piena comprensione dei collegamenti intersettoriali e transfrontalieri consente alle autorità di adottare gli strumenti di sorveglianza necessari.

In questa direzione vanno gli sforzi profusi dalla *task-force* dell'FSB: infatti, all'interno della relazione annuale è dedicato un intero paragrafo volto all'analisi delle interconnessioni. I collegamenti possono essere di tipo diretto e indiretto. Ad esempio, vengono a crearsi collegamenti diretti quando le entità del Sistema Bancario Ombra fanno parte della catena di intermediazione bancaria, quando sono di proprietà diretta delle banche oppure quando beneficiano direttamente del sostegno bancario. In aggiunta a tali esempi, vanno annoverati all'interno della categoria dei collegamenti diretti anche l'interdipendenza dei finanziamenti così come la detenzione delle rispettive attività. D'altro canto, i collegamenti indiretti possono essere rintracciati qualora i due settori

investissero in attività simili oppure fossero esposti ad un certo numero di controparti comuni¹⁵.

I potenziali rischi derivanti dall'interconnessione tra le banche e le entità *shadow* possono essere misurati tramite una serie di indicatori. Per quanto riguarda i collegamenti di tipo diretto, essi vengono misurati soprattutto mediante due parametri, l'esposizione creditizia e la dipendenza reciproca in materia di finanziamento. Come illustrato nella figura 1, questi due parametri vengono calcolati utilizzando una metodologia basata sull'esposizione complessiva di bilancio tra i due settori (attività e passività delle banche verso le entità *shadow* e viceversa).

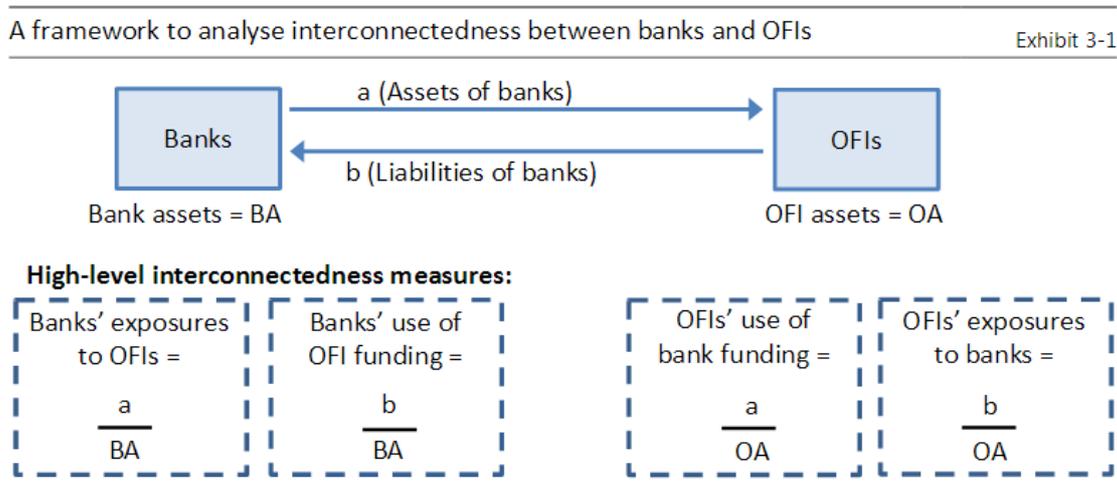


Figura 1 Un quadro di riferimento per l'analisi dell'interconnessione tra le banche e le entità *shadow* (OFIs, Other Financial Intermediaries)¹⁶

Fonte: FSB, "Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018", 4 febbraio 2019

Le esposizioni (*exposures*) si riferiscono al rischio inerente un credito concesso ad un beneficiario e/o all'investimento in titoli di una controparte, mentre l'utilizzo del finanziamento (*use of funding*) rappresenta la dipendenza derivante dall'ottenimento di finanziamenti da una controparte. In via generale, le banche e le entità *shadow* sono

¹⁵ FSB, "Global Shadow Banking Monitoring Report 2012", novembre 2012

¹⁶ Gli OFIs (*Other Financial Intermediaries*), in italiano Altri Intermediari Finanziari, sono entità finanziarie diverse da banche centrali, banche, compagnie di assicurazione, fondi pensione, istituzioni finanziarie pubbliche e ausiliari finanziari. Fanno parte di questa macrocategoria diverse sottocategorie, tra le quali si annoverano fondi di investimento (differenti dai MMF e dagli *hedge funds*), società finanziarie, *broker-dealer*, MMF, *hedge funds*, veicoli di finanza strutturata (SFVs, *Structured Finance Vehicles*), società fiduciarie, fondi comuni di investimento immobiliare, ecc

reciprocamente esposte al rischio di credito e a quello di finanziamento. Questi rischi dipendono dalla struttura e dalla scadenza delle loro attività e passività, dai livelli di concentrazione del settore e dal tipo di collateralizzazione degli strumenti di prestito.

In base al più recente report redatto dall'FSB (2019)¹⁷, l'interconnessione tra i cosiddetti OFIs (*Other Financial Intermediaries*) e le banche risulta essere ancora molto solida.

In base ai dati disponibili, la maggior parte delle giurisdizioni ha segnalato un maggiore ricorso alle entità *shadow* da parte delle banche rispetto alle imprese assicurative e ai fondi pensione. Tuttavia, i collegamenti tra i diversi sistemi finanziari si differenziano notevolmente da una giurisdizione all'altra: ad esempio, da un lato si pone l'Europa, dove l'interconnessione tra gli Altri Intermediari Finanziari e le banche tende ad essere maggiore rispetto a quella tra gli stessi OFIs e le imprese assicurative e i fondi pensione, dall'altro invece si pongono le Americhe, dove emerge una connessione superiore tra OFIs e imprese assicurative e fondi pensione piuttosto che con le banche.

Secondo le ultime stime fornite dall'FSB, l'interconnessione creditizia tra le banche e le entità *shadow*, misurata in termini di percentuale di *asset* bancari, è aumentata lievemente nel 2017, rimanendo tuttavia a livelli simili a quelli osservati prima della crisi finanziaria globale. Come si evince dalla figura 2, le esposizioni (*exposures*) delle banche verso le entità *shadow* hanno subito un incremento dello 0,3% nel corso di un anno, passando dal 5,2% delle attività bancarie a fine 2016 al 5,5% a fine 2017. Anche il ricorso delle banche ai finanziamenti (*use of funding*) delle entità *shadow* è leggermente aumentato, passando dal 5,5% al 5,7% nel corso dell'anno 2017, con una variazione positiva dello 0,2% delle attività bancarie.

¹⁷ FSB, "Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018", 4 febbraio 2019

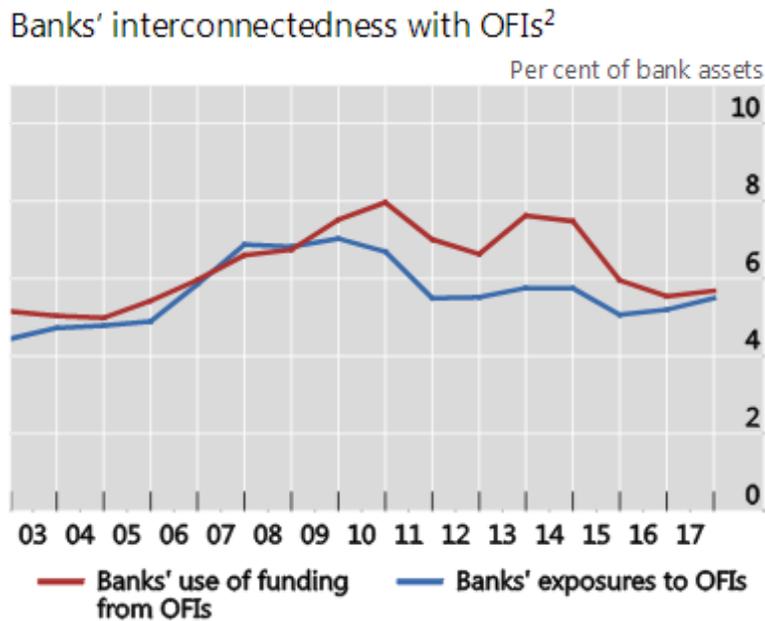


Figura 2 Interconnessione tra banche e OFIs (misurata in percentuale di attività bancarie)

Fonte: dati forniti dalle giurisdizioni per il 2018 (bilanci settoriali nazionali e altri dati); calcoli dell'FSB FSB, "Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018", 4 febbraio 2019

A completamento di tale analisi, è utile ricordare come la forte interazione tra banche ed entità del Sistema Bancario Ombra possa comportare un rischio d' intervento. Questa possibilità emerge soprattutto quando le banche forniscono un sostegno ai canali di cartolarizzazione e ai SIV. Come rilevato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (BCBS - *Basel Committee on Banking Supervision*)¹⁸, durante la crisi finanziaria globale è emerso il cosiddetto rischio di *step-in*, ossia il "rischio che una banca decida di fornire supporto finanziario ad un'entità non consolidata che si trovi in condizioni di stress, in assenza o in eccesso, di qualsiasi obbligo contrattuale di fornire tale supporto". Infatti, tra il 2007 e il 2008, la maggior parte dei veicoli di cartolarizzazione e i SIV in difficoltà sono stati sostenuti dalle banche attraverso accantonamenti di liquidità che le banche stesse non erano contrattualmente obbligate a fare. Alla base del rischio di *step-in* vi è la possibilità che questi *conduits*, soprattutto in periodi di difficoltà, vengano collegati dal mercato alle banche promotrici, seppure in assenza di legami formali.

Il rischio reputazionale, che sorge quando una banca ritiene di poter subire un impatto

¹⁸ BCBS, "Guidelines Identification and management of step-in risk", ottobre 2017

negativo a causa della debolezza o del fallimento di un'entità, rappresenta un elemento di criticità che deve essere affrontato dalle banche. Per ovviare a tal problema, la soluzione più comunemente adottata dalle banche è stata quella di reintegrare nel proprio bilancio le attività e le passività dei *conduits*, assorbendo le perdite e mitigando ogni possibile rischio. Senza dubbio, anche il rischio di *step-in* è incluso nel piano normativo del BSBC, volto a rafforzare la supervisione e la regolamentazione del Sistema Bancario Ombra.

CAPITOLO 2 – Funzionamento e nuovi *trend*

2.1 Le attività chiave dello SBS: *securitization* e *collateral intermediation*

Il finanziamento non bancario rappresenta una valida alternativa al finanziamento bancario tradizionale e contribuisce a sostenere l'attività economica reale.

Tuttavia, la crisi globale del 2007/2008 ha ampiamente dimostrato come lo *Shadow Banking System*, laddove coinvolto in attività bancarie, possa dar vita ad un forte rischio sistemico.

La profonda differenza tra il sistema bancario tradizionale e quello parallelo risiede nelle modalità di finanziamento: se da un lato vi sono le banche che raccolgono il risparmio tra il pubblico tramite i depositi e dispongono eventualmente della liquidità offerta dalla rispettiva banca centrale, dall'altro, vi sono le entità *shadow* che si finanziano ricorrendo all'indebitamento, raccogliendo il capitale necessario direttamente sul mercato.

Il tratto distintivo dello SBS, ossia l'assenza di un sistema di vigilanza e di regolamentazione specifico che ne disciplini le attività, comporta la possibilità, da parte delle entità *shadow*, di porre in essere arbitraggi regolamentari.

Pertanto, al fine di trarre il meglio dalle lacune normative e procedurali, alla base dell'operato di tale sistema parallelo vi è la ricerca e lo sfruttamento di zone d'ombra del sistema finanziario.

Sotto tale profilo, le entità *shadow* offrono notevoli vantaggi per la comunità, giacchè, nel momento in cui tali istituzioni ricercano dei modi alternativi per raggiungere i loro scopi, danno vita, a loro volta, a servizi nuovi, migliori e più economici per il pubblico degli investitori¹⁹.

Nell'ambito dell'espansione internazionale dello SBS, un ruolo centrale è stato rivestito dalla cosiddetta *securitization*, ossia la cartolarizzazione.

Con il termine *securitization* si intende l'operazione mediante la quale un insieme di diritti su attività illiquide (crediti, immobili) sono incorporati in uno strumento

¹⁹ Edward J. Kane, “*The Inevitability of Shadowy Banking*”, pp. 3-8, Atlanta, Georgia, Presented at the Federal Reserve Bank of Atlanta, 10 aprile 2012

negoziabile²⁰. Trattasi, invero, di una conversione di attività finanziarie o di crediti in strumenti cartolari, più precisamente, in titoli obbligazionari con cedole negoziabili sul mercato secondario.

Le prime operazioni di cartolarizzazione, risalenti agli anni Settanta negli Stati Uniti, avevano come finalità principale lo smobilizzo dei mutui ipotecari residenziali presenti nei portafogli delle istituzioni finanziarie.

Con il passare degli anni, tale pratica si è diffusa notevolmente a livello internazionale, con conseguente incremento delle attività oggetto di cartolarizzazione, fino ad includere, a mero titolo esemplificativo, prestiti per auto, contratti di leasing, crediti commerciali, premi assicurativi, ecc.

La *securitization* si fonda, dunque, sulla cessione di portafogli o *pool* di *asset* generalmente illiquidi presenti nel bilancio di una generica società cedente, denominata *originator*, ad una società veicolo appositamente creata (SPV – *Special Purpose Vehicle*). A sua volta, la società veicolo – giuridicamente ed economicamente indipendente dall'*originator* per via dell'oggetto sociale esclusivo e limitato – per finanziare l'acquisto dei crediti ceduti da terzi emette titoli di debito, destinati alla collocazione sui mercati finanziari presso il pubblico degli investitori, e successivamente utilizza il ricavato della vendita delle obbligazioni per acquistare ulteriori portafogli di attività.

I titoli cartolarizzati che nascono al termine di tale processo prendono il nome di *Asset-Backed Securities* (ABS), ovvero titoli garantiti da attività. Come le normali obbligazioni con cedole, le ABS corrispondono ai possessori il rimborso del capitale unito agli interessi; tuttavia, i pagamenti vengono assicurati esclusivamente dai flussi di cassa prodotti dalle attività oggetto della cessione²¹.

Sotto il profilo tecnico, le operazioni di cartolarizzazione si sostanziano in quattro fasi principali²²:

- 1) selezione da parte dell'*originator* di un portafoglio di attività da cartolarizzare
- 2) cessione del portafoglio selezionato alla società veicolo (SPV)
- 3) emissione e collocamento di ABS
- 4) remunerazione dei titoli cartolarizzati

20 <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/securitization.html>

21 <http://www.consob.it/web/investor-education/la-securitisation->

22 Forestieri G., “*Corporate & Investment Banking*”, pp. 583-586, quarta edizione, Egea, Milano, 2018

Il processo di *securitization* ha inizio con la determinazione del *pool* di *asset* che l'*originator* intende smobilizzare dal proprio bilancio.

Al fine di valutare la fattibilità complessiva di tale operazione, nella maggior parte dei casi, la società cedente si fa affiancare da un consulente, che solitamente corrisponde ad una banca d'investimento.

Per quanto concerne le attività da cartolarizzare, oltre a presentare caratteristiche omogenee in termini di durata, tipologia, rendimento, ecc, è necessario che risultino idonee a produrre flussi di cassa prevedibili e regolari e, giacché i pagamenti delle ABS dipendono unicamente dai crediti ceduti, la definizione del portafoglio si presenta come il compito più impegnativo in termini di tempo e di risorse.

Si evidenzia, inoltre, che l'importanza di questa prima fase aumenta al diminuire della qualità degli *asset* ceduti²³.

Successivamente, l'*originator* procede alla cessione del suddetto portafoglio di attività a terzi, più specificatamente ad una società veicolo, creata *ad hoc* per la cartolarizzazione.

La cessione del *pool* di *asset* avviene secondo la formula *pro soluto*: il cedente non risponde dell'eventuale inadempienza del debitore, bensì garantisce soltanto l'esistenza del credito. In base a tale modalità, la società cedente, gode di benefici sia in termini di smobilizzo di *asset* illiquidi sia anche in riferimento al trasferimento del rischio di credito, che passa inevitabilmente in capo agli investitori.

In questa seconda fase del processo, come riportato poc'anzi, entra in gioco una nuova entità, la società veicolo o *special purpose vehicle* (SPV). Tale società – indipendente e con oggetto sociale esclusivo e limitato – diviene titolare del *pool* di *asset* prima selezionato e poi ceduto dall'*originator*. Da ciò ne consegue che, le attività oggetto della cartolarizzazione risultano quindi indipendenti dal patrimonio della società cedente, che diventa così inattaccabile.

La terza fase è caratterizzata dall'emissione e dal collocamento dei titoli cartolarizzati, le cosiddette *Asset-Backed Securities* (ABS), effettuato dalla società veicolo.

L'SPV, infatti, finanzia l'acquisto del portafoglio di attività dell'*originator* emettendo prima e collocando poi ABS garantite dagli stessi titoli.

In tal senso, l'importanza rivestita dalla società veicolo nel processo di *securitization* è notevole, in quanto funge da raccordo tra l'*originator* e il mercato dei capitali sul quale

23 Giannotto C., “La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione”, p. 15, Franco Angeli Editore, Milano, 2004

vengono negoziate le ABS.

L'emissione e il collocamento di ABS – generalmente effettuati per mezzo di una *investment bank* – prevedono degli obblighi informativi per l'emittente, il quale è tenuto a redigere un prospetto informativo circa i titoli cartolarizzati e nel caso in cui l'operazione sia rivolta al pubblico, è altresì vincolato a sottoporre i titoli stessi ad un giudizio di merito o *rating*.

Affinchè i titoli cartolarizzati soddisfino le esigenze del mercato, si rivela determinante l'operazione di *repackaging*, ossia l'aggiustamento e la ristrutturazione dei flussi generati dal portafoglio ceduto allo scopo di negoziare ABS con caratteristiche (tassi di interesse, valuta di denominazione, piano di ammortamento, ecc) appetibili per il pubblico degli investitori.

La società veicolo emette le ABS con la cosiddetta clausola *limited recourse*²⁴, ossia ad esigibilità limitata, in quanto non garantite dal patrimonio dell'emittente. L'SPV è in grado in tal modo di rimborsare il capitale e di pagare gli interessi ai sottoscrittori di ABS, a condizione che i flussi derivanti dagli *asset* ceduti vengano incassati e pertanto, il rischio emittente in capo agli investitori di ABS è immediatamente ricollegabile all'idoneità del portafoglio di attività, selezionato e ceduto dall'*originator*, di produrre flussi di cassa nella modalità e nei tempi necessari al rimborso del capitale con i relativi interessi.

Da un'attenta analisi emerge come quasi tutte le emissioni di ABS collocate sul mercato siano accompagnate da una forma di supporto creditizio interno.

La forma di garanzia maggiormente diffusa è il cosiddetto *credit tranching*, vale a dire un tipo di *credit enhancement*²⁵ che consente di suddividere l'emissione dei titoli cartolarizzati in *tranche* connotate da differenti livelli di priorità nel rimborso, consentendo in tal modo la creazione di più gruppi di ABS, caratterizzati da differenti livelli di *rating*, di rendimento e di rischio. Attraverso un'emissione di questo genere, gli investitori risultano, dunque, liberi di scegliere la soluzione più adatta alle proprie esigenze, in termini di rischio-rendimento.

24 Giannotto C., “*La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*”, p. 41, Franco Angeli Editore, Milano, 2004

25 Per *credit enhancement* si intende l'insieme di clausole e strumenti che hanno lo scopo di migliorare il merito creditizio del *pool* di *asset* e fornire protezione ai possessori di titoli, nel caso si verificasse un deterioramento della qualità del portafoglio.

In via generale, il *credit tranching* prevede la presenza di tre *tranche* di titoli:

- 1) *senior*
- 2) *mezzanine*
- 3) *junior*

La differenza cruciale tra le tre classi non è rinvenibile nella qualità degli *asset* deputati al pagamento di interessi e/o di rimborsi, i quali sono gli stessi per tutte le *tranche*, bensì nel grado di *seniority*, ossia l'ordine decrescente di priorità nell'allocazione dei flussi di cassa. Orbene, ad ogni scadenza, i flussi derivanti dai titoli sottostanti l'operazione vengono utilizzati per effettuare primariamente i pagamenti di interessi e/o di rimborsi dei titoli *senior* o privilegiati.

Oltre alla priorità nel rimborso, la *tranche senior* è contraddistinta dal massimo livello di *rating* (AAA) e dal minor rischio. A tal proposito, essa è destinata agli investitori maggiormente avversi al rischio, come ad esempio i fondi pensione.

Soltanto dopo aver interamente soddisfatto i titoli privilegiati, si procede con il pagamento dei titoli subordinati, come la *mezzanine* e la *junior tranche*.

Quest'ultima *tranche*, solitamente sottoscritta dall'*originator*, riceve una remunerazione solamente eventuale, in base alle disponibilità che residuano dopo il pagamento dei costi operativi e dei titoli privilegiati. Generalmente privi di un giudizio di merito da parte di agenzie specializzate, i titoli *junior* si contraddistinguono, inoltre, per essere i primi ad assorbire le eventuali perdite del *pool* di *asset* cartolarizzati.

Lo scopo principale del *credit tranching* all'interno del processo di cartolarizzazione è quello di migliorare il merito creditizio delle ABS emesse dalla società veicolo.

La creazione di *tranche* subordinate alla *senior* è volta a garantire ai sottoscrittori di titoli con un grado di *seniority* superiore un cuscinetto di sicurezza in grado di assorbire parte delle perdite. Infatti, poiché il rimborso è primariamente previsto per le *tranche senior* e *mezzanine*, le prime perdite verranno assorbite dalla *tranche junior*. Tuttavia, qualora l'ammontare delle perdite dovesse superare il valore dell'intera *tranche junior*, saranno i titoli a subordinazione intermedia o *tranche mezzanine* a fungere da cuscinetto di garanzia e a dover sopportare la diminuzione di valore. L'unico caso in cui il valore della *tranche senior* sarà intaccato dalle perdite si verifica qualora l'ammontare delle

stesse sia superiore dell'intera *tranche mezzanine*²⁶.

Quindi, il rating delle *tranche senior* è senz'altro migliorato dalla presenza e dalla dimensione delle *tranche* subordinate.

Infine, la quarta ed ultima fase del processo di *securitization* prevede la remunerazione dei titoli cartolarizzati. Dal lato dell'SPV, una volta vendute le ABS sul mercato dei capitali al pubblico degli investitori, il ricavato viene utilizzato per finanziare il portafoglio di attività che l'*originator* gli ha inizialmente ceduto. Dal lato dei possessori di titoli cartolarizzati, invece, la remunerazione degli ABS discende dai flussi di cassa prodotti dal debitore dell'*originator*, poi trasferiti all'SPV. In conclusione, seguendo tale schema, si evince come il buon esito di un processo di cartolarizzazione dipende fortemente dall'idoneità del debitore iniziale di onorare i propri impegni alla scadenza.

26 Attanasio F. P., Fragliasso I., Giasi F., Manfredonia F., “*ABS come possibile strumento di investimento per ottimizzare il profilo di rischio-rendimento del Balance-Sheet*”, IPE Working Paper, n.10, IPE Business School, Napoli, 24 novembre 2016

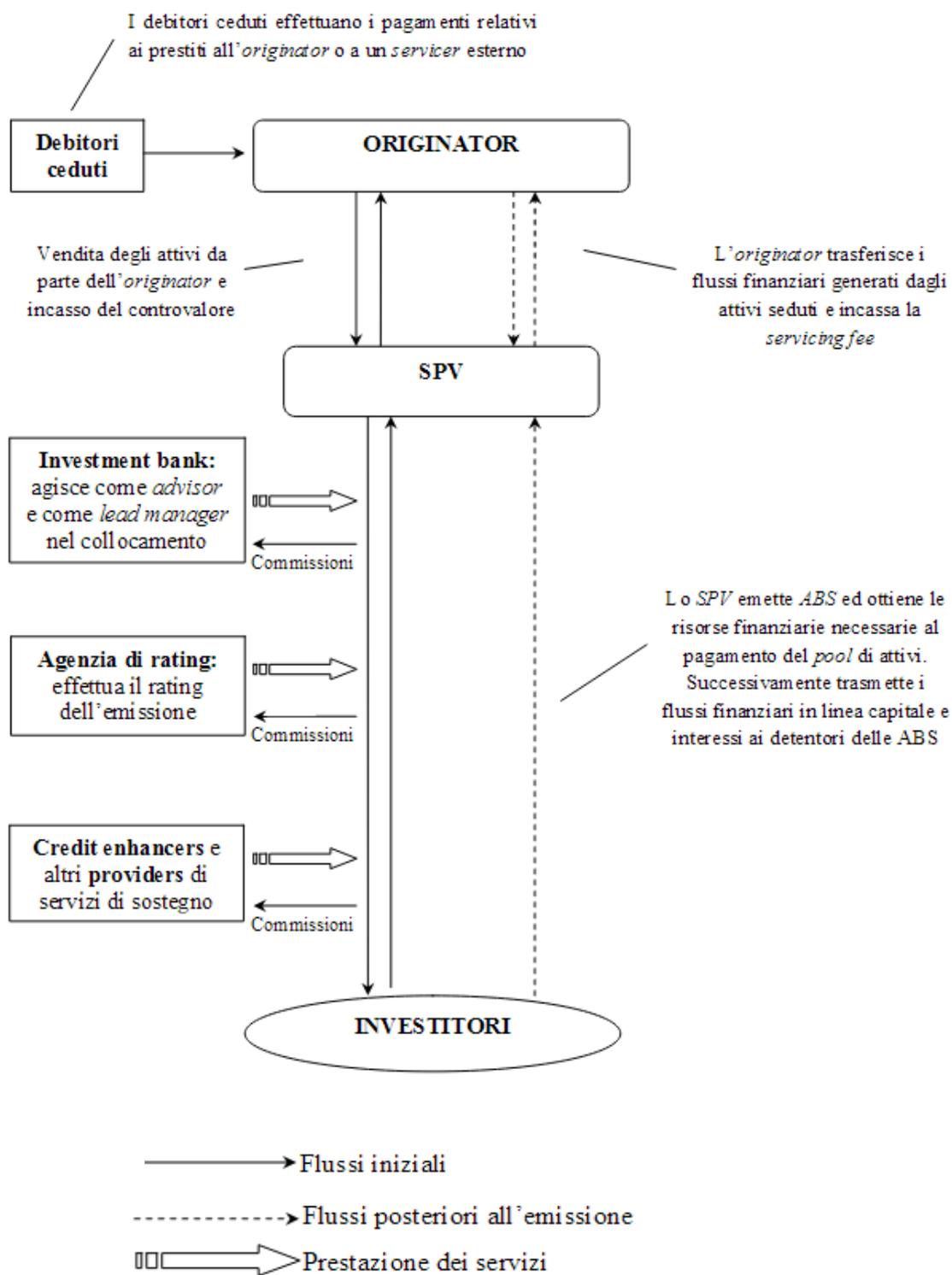


Figura 3 Configurazione base di un'operazione di securitization

Fonte De Angelis S., Oriani M., "La securitization dei crediti bancari", p. 25, 2000

All'interno del variegato mondo dello *Shadow Banking System*, la *securitization* ricalca il processo di intermediazione creditizia delle banche tradizionali, il quale implica la trasformazione del credito, delle scadenze e della liquidità.

La cartolarizzazione posta in essere dalle entità *shadow* però, a differenza di quanto accade con le banche tradizionali, è contraddistinta dal trasferimento del rischio, il cosiddetto *risk-stripping*, e si svolge per fasi che coinvolgono i bilanci di differenti intermediari finanziari.

In primo luogo, lo SBS utilizza la cartolarizzazione a proprio vantaggio per il trasferimento del rischio di credito.

Come riportato in precedenza, il processo di intermediazione creditizia dello SBS inizia con la selezione e la conseguente cessione del portafoglio di attività che l'*originator* intende smobilizzare dal proprio bilancio ad una società veicolo appositamente creata. L'*SPV*, successivamente, procede alla trasformazione dei flussi cassa derivanti dal *pool* di *asset* in *tranche* di ABS, privilegiati e subordinati (*senior*, *mezzanine* e *junior*). Attraverso tale procedimento, la società veicolo attua il trasferimento del rischio di credito, che passa quindi in capo agli investitori di ABS. La trasformazione del credito, dunque, si riferisce ad un miglioramento della qualità del credito attraverso l'uso della priorità nel rimborso.

In secondo luogo, il processo di intermediazione creditizia dello SBS prevede il trasferimento del rischio di scadenza. Tale trasferimento è reso possibile dall'utilizzo di depositi a breve termine per finanziare prestiti a lungo termine.

A questo proposito, l'*SPV* procede alla vendita dei titoli *senior* (*rating* AAA) a lungo termine ad un'altra società veicolo, specializzata nella raccolta di finanziamenti a breve termine sui mercati monetari, che andrà a trasformarli in attività sicure e a breve termine, come le *Asset-Backed Commercial Paper* (ABCP), rivolte ai fondi di mercato monetario (MMF).

La terza ed ultima fase è caratterizzata dal trasferimento del rischio di liquidità. Il processo di intermediazione creditizia dello SBS prevede che lo strumento finanziario, oltre ad essere sicuro e a breve termine, sia dotato anche di una certa liquidità.

In via generale, la trasformazione delle liquidità viene perseguita attraverso delle opzioni *put*, le cosiddette *liquidity put*, che obbligano le banche tradizionali a fornire un supporto di denaro al *conduit* e garantiscono la presenza di un acquirente per attività

altrimenti illiquide. Forti della liquidità fornita dalle banche, i fondi di mercato monetario emettono poi *asset* a NAV costante per il pubblico degli investitori. Negli anni antecedenti la crisi finanziaria globale, le *tranche* di *asset* cartolarizzati aventi *rating* massimo, in virtù della loro sicurezza percepita, erano divenute lo strumento finanziario alternativo per eccellenza ai depositi assicurati.

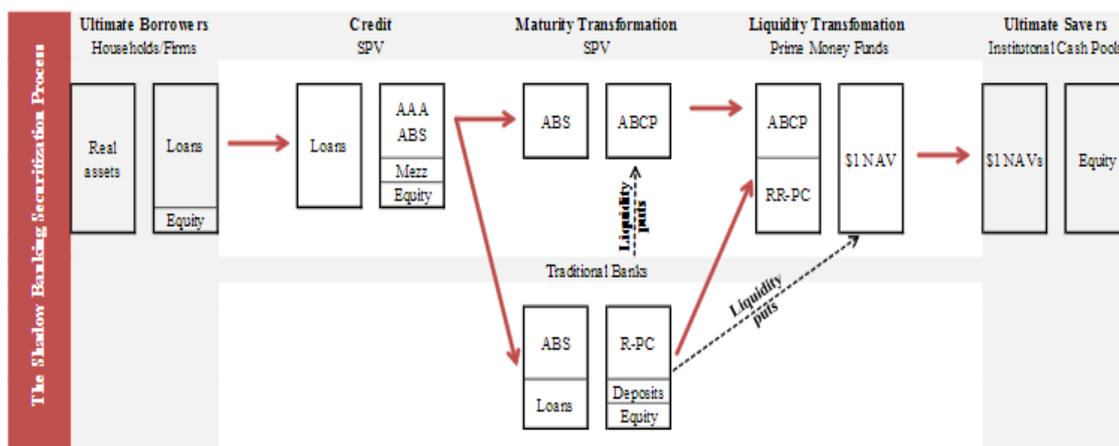


Figura 4 Processo di cartolarizzazione nello Shadow Banking System

Fonte Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M., "Shadow Banking: Economics and Policy", p. 9, IMF Staff Discussion Note, IMF, 4 dicembre 2012

Note: ABS= Asset-Backed Securities, ABCP= Asset-Backed Commercial Paper, R= Repo (Pronti contro Termine), RR= Reverse Repo (Pronti contro Termine Inversi), PC= Private Collateral (Garanzie Private, includono ABS, obbligazioni societarie e azioni), \$1 NAV= NAV costante (promessa di rimborso di almeno \$1 su \$1 investito).

Il modello appena illustrato²⁷ mette dunque in rilievo la modalità attraverso le quali i prestiti di società o famiglie vengono trasformati in crediti sicuri, a breve scadenza e liquidi da una molteplicità di entità *shadow*.

Ampiamente dibattuta in ambito accademico, la *securitization*, attività chiave dello *Shadow Banking System*, offre un'ampia gamma di benefici, sia nei confronti dei soggetti coinvolti sia pure per l'economia in generale.

Dal punto di vista dell'*originator*, tale operazione rappresenta una forma di finanziamento estremamente appetibile per tre motivi principali.

²⁷ Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M., "Shadow Banking: Economics and Policy", pp. 4-9, IMF Staff Discussion Note, IMF, 4 dicembre 2012

Il primo è rappresentato dalla possibilità di diversificare le fonti di finanziamento a costi ridotti.

La struttura di *credit enhancement* sulla quale si fonda l'operazione di cartolarizzazione, rende migliori, in termini di *rating*, i titoli emessi dalle società veicolo rispetto ad altri strumenti di credito basati unicamente sul *rating* dell'emittente stesso.

La riduzione del costo scaturisce dal fatto che il giudizio sul merito di credito attribuito ai titoli derivanti da cartolarizzazione da parte di un'agenzia di *rating* è indipendente dalla condizione finanziaria dell'originator ed è fondato sulla performance attesa del *pool* di attività sottostanti e sull'incremento di credito ottenuto²⁸.

In tal senso, la *securitization* costituisce un'opportunità considerevole dal punto di vista dell'accesso al finanziamento, soprattutto per le piccole e medie imprese, sottoposte a limiti di affidamento da parte delle banche tradizionali e a costi di raccolta elevati dovuti al loro basso *standing* creditizio.

Il secondo, invece, è rappresentato dalla possibilità di migliorare il bilancio della società cedente. Mediante la cartolarizzazione, l'*originator* smobilizza le attività – prevalentemente illiquide e a medio-lungo termine – che non desidera detenere, riequilibrando la struttura finanziaria, in termini di rapporto tra attività correnti e passività correnti, e offrendo liquidità per le spese correnti. Infatti, non è raro che le imprese, soprattutto quelle di dimensioni minori, si trovino a detenere in bilancio passività correnti con scadenze brevi possedendo tuttavia *asset* illiquidi con scadenze medio-lunghe.

Infine, l'ultimo motivo, già ampiamente discusso, è costituito dalla possibilità di trasferire attraverso una cessione *pro soluto*, il rischio di credito.

La *securitization* costituisce per la società cedente uno strumento fondamentale attraverso il quale trasferire il rischio di credito agli investitori di titoli cartolarizzati ed eventuali garanti.

Dal punto di vista degli investitori, possedere titoli cartolarizzati come ABS anziché titoli più tradizionali, consente di ottenere numerosi vantaggi, tra cui si menziona la diversificazione del portafoglio: gli investitori trattano sui mercati dei capitali dei titoli che al loro interno incorporano una molteplicità di *asset* differenti, riuscendo, in tal modo, tramite un unico titolo che ingloba più crediti diversi, a diversificare il loro

28 Sarkisyan A., Casu B., Clare A., Thomas S. “Le cartolarizzazioni migliorano la performance delle banche? Alcune evidenze empiriche sulle banche commerciali statunitensi”, *Bancaria*, n. 3, 2010

portafoglio di investimenti.

In aggiunta a ciò, i titoli cartolarizzati possiedono la peculiarità di offrire rendimenti superiori rispetto agli strumenti tradizionali con stesso *rating*.

Tuttavia, tale importante vantaggio per gli investitori viene compensato con una minore liquidità rispetto agli strumenti finanziari aventi pari rischiosità.

Nonostante la *securitization* produca un'ampia gamma di benefici, non è comunque esente da alcuni rischi.

Il principale fattore di rischiosità in un'operazione di cartolarizzazione è rappresentato dal rischio di credito. Tale rischio dipende esclusivamente dalla capacità dei debitori ceduti di adempiere alle condizioni contrattuali pattuite. In caso di mancato pagamento dei flussi di cassa attesi dagli *asset* che costituiscono il portafoglio, gli acquirenti di titoli cartolarizzati incorrono in perdite riguardanti sia il capitale investito sia i relativi interessi.

Altro elemento critico per gli investitori di ABS è costituito dall'eventualità di un'estinzione anticipata del prestito, in quanto i flussi di cassa del titolo cartolarizzato sono garantiti dai pagamenti periodici del portafoglio.

In aggiunta a quanto detto, è importante aggiungere anche i cosiddetti rischi legali. Questa categoria include i rischi legati al profilo giuridico dell'operazione, da possibili errori di forma fino ad arrivare all'eventualità di compromettere i pagamenti nei confronti degli investitori di ABS in caso di fallimento degli operatori del processo.

Infine, data la criticità dell'operazione nel suo complesso, destano preoccupazioni i cosiddetti rischi informativi.

L'asimmetria informativa generata dal processo colpisce soprattutto gli investitori finali, i quali potrebbero non comprendere pienamente i rischi insiti alla sottoscrizione del titolo cartolarizzato.

Tuttavia, tali carenze vengono controbilanciate da analisi e giudizi di merito rilasciati da agenzie di *rating* e dagli obblighi informativi previsti dalla legge in materia di cartolarizzazione.

Nonostante tali procedure siano volte alla trasparenza e all'efficienza dei mercati, sono finite comunque sotto accusa per il debole impatto avuto nell'anticipare gli eventi poi dimostratisi precursori della crisi²⁹.

²⁹ Giannotto C., "La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione", pp. 58-76, Franco Angeli Editore, Milano, 2004

L'altra attività chiave dello SBS insieme alla *securitization* è la cosiddetta *collateral intermediation*, cioè l'intermediazione di garanzie. Con il termine *collateral intermediation* si intende l'intermediazione di strumenti finanziari impiegati come garanzie nelle transazioni sui mercati finanziari.

Attraverso tale funzione, lo SBS soddisfa la domanda degli operatori finanziari di una maggiore sicurezza e stabilità nelle transazioni, andando in tal modo a ridurre il rischio di controparte.

Alla base di un'ampia gamma di operazioni finanziarie, l'intermediazione di garanzie ricopre un ruolo centrale per l'economia reale e per la stabilità finanziaria. Infatti, la presenza di tali strumenti, facilita le transazioni riducendo il rischio di controparte, migliora la liquidità del mercato, consente l'ottimizzazione della gestione del credito come risorsa scarsa e permette inoltre ai beneficiari di ridurre i costi di finanziamento.

Contrariamente a quanto avviene con la cartolarizzazione, basata su *asset* sicuri, la *collateral intermediation* può riguardare anche strumenti finanziari con *rating* più basso.

Tale processo si sostanzia in una catena, nella quale una stessa garanzia è utilizzata più volte, in modo tale da consentire ad un singolo operatore di effettuare una molteplicità di transazioni.

In particolare, la principale fonte di garanzie è rappresentata dagli *hedge funds*, seguiti dalle compagnie di assicurazione, dai fondi pensione e dai fondi sovrani. Tali entità *shadow* forniscono alla controparte il *collateral* che necessita, ottenendo in cambio liquidità.

Quest'ultimo operatore, ad esempio un *broker*, successivamente, può riutilizzare la garanzia ottenuta dall'*hedge fund* come margine in un contratto derivato *out of the money* nei mercati OTC nei confronti di un terzo soggetto.

Sulla falsariga di quanto avvenuto in precedenza sulla catena di garanzie o *collateral chain*, l'intermediario in possesso della garanzia può nuovamente riutilizzarla per ottenere finanziamenti o sostenere altri contratti.

È importante sottolineare come il nuovo credito generato sia garantito sempre dallo stesso *asset*, emesso all'inizio della catena³⁰.

Il riutilizzo di garanzie nelle transazioni messo in atto dagli operatori dei mercati

30 Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M., "Shadow Banking: Economics and Policy", pp. 14-15, IMF Staff Discussion Note, IMF, 4 dicembre 2012

finanziari genera molti benefici³¹ oltre a quelli sopracitati.

Il più importante tra questi è senza dubbio l'aumento della concessione di prestiti con la contemporanea riduzione dei costi di finanziamento, sia per gli intermediari che per i loro clienti: quando vengono forniti finanziamenti garantiti al cliente, l'operatore può finanziare tale transazione utilizzando i titoli posti come garanzia nel più ampio mercato dei pronti contro termine. In assenza di un riutilizzo della garanzia, l'intermediario dovrebbe finanziare tale attività con passività più costose, con conseguenti tassi più elevati per il cliente o rendimenti inferiori per l'operatore stesso.

Pertanto, l'intermediazione delle garanzie riduce notevolmente i costi di finanziamento e contribuisce al buon funzionamento del mercato grazie all'espansione nella concessione di prestiti.

Ulteriore e significativo vantaggio derivante dalla *collateral intermediation* è rappresentato dal supporto all'implementazione della politica monetaria. Infatti, molte banche centrali fanno affidamento su operazioni garantite per attuare la politica monetaria. In aggiunta a ciò, durante la crisi finanziaria, in risposta alla crescente domanda di titoli di Stato e alla riluttanza dei prestatori di denaro ad accettare altre forme di garanzia, alcune banche centrali hanno creato strumenti volti a migliorare le proprie garanzie come gli *asset swap*³².

Anche la *collateral intermediation*, a fronte dei benefici offerti, presenta una serie di rischi da tenere in considerazione³³.

In primo luogo, l'elemento di criticità maggiore nella *collateral chain* è costituito dall'esposizione di liquidità delle entità intermediarie. Le cosiddette *dealer banks*, generalmente, operano attraverso l'utilizzo di garanzie ottenute dalla clientela per il proprio finanziamento. In tal senso, il ritiro da parte di un cliente può avere dunque implicazioni in termini di liquidità per la banca intermediaria, che dovrà ricercare nuove fonti di garanzia oppure liquidare le proprie posizioni.

31 FSB, “*Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance – Re-hypothecation and collateral re-use: Potential financial stability issues, market evolution and regulatory approaches*”, pp. 3-5, 25 gennaio 2017

32 “Struttura contrattuale che combina l'acquisto di un titolo con uno o più contratti derivati. Il titolo sottostante è un'obbligazione che paga interessi periodici, un titolo a reddito fisso, una floating rate note oppure un titolo strutturato, mentre lo swap può essere un interest rate swap oppure un currency swap.”

Cfr. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/asset-swap.html>

33 Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M., “*Shadow Banking: Economics and Policy*”, pp. 16-17, IMF Staff Discussion Note, IMF, 4 dicembre 2012

In secondo luogo, particolare attenzione è rivolta al contributo del riutilizzo delle garanzie nell'accumulo di leva finanziaria. A causa dell'utilizzo di una stessa garanzia a sostegno di un'ampio volume di transazioni o di margini nelle operazioni su derivati, si produce un forte effetto leva³⁴.

In aggiunta a ciò, desta preoccupazione anche il contributo della *collateral intermediation* alla prociclicità del settore finanziario, giacché durante i periodi di congiuntura favorevole è spesso più facile ottenere il credito garantito.

A tal proposito, gli operatori dei mercati finanziari concludono frequentemente transazioni garantite come i pronti contro termine, al fine di aumentare così la liquidità e allo stesso tempo ridurre la volatilità del sistema.

Tuttavia, in condizioni di mercato critiche, i soggetti operanti diventano solitamente più sensibili al rischio di controparte e quindi sono meno disposti a rinnovare le transazioni.

Alla luce di quanto sopra evidenziato, il brusco stop nella *collateral intermediation* amplifica le difficoltà di finanziamento, genera rischi operativi e intacca ulteriormente la fiducia in tali operazioni, come appunto accaduto nel 2008.

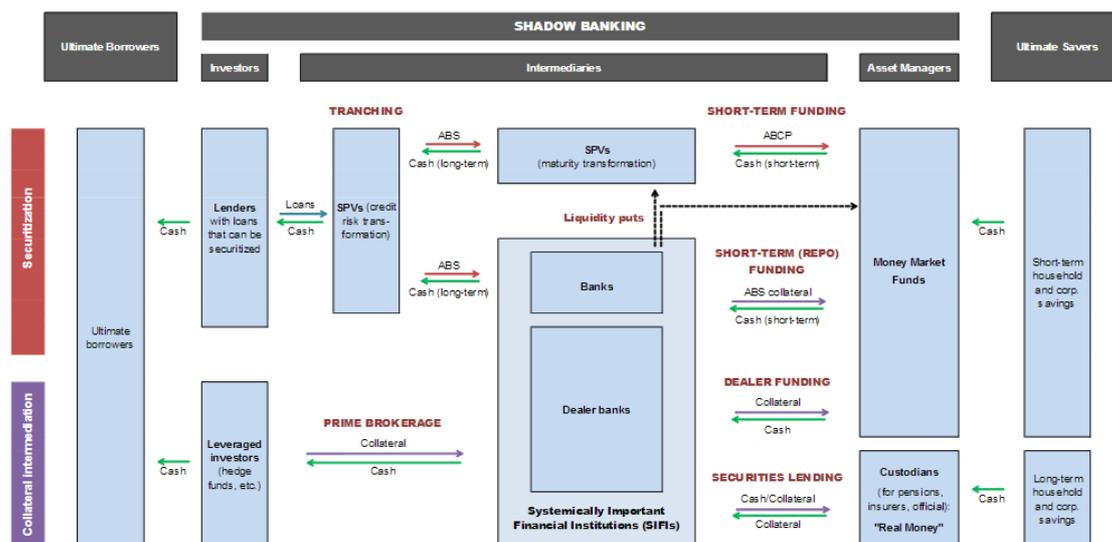


Figura 5 Intermediazione finanziaria nello Shadow Banking System

Fonte Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M., "Shadow Banking: Economics and Policy", p. 20, IMF Staff Discussion Note, IMF, 4 dicembre 2012

³⁴ FSB, "Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance – Re-hypothecation and collateral re-use: Potencial financial stability issues, market evolution and regulatory approaches", 25 gennaio 2017, pp. 6-7

2.2 Opportunità e rischi dello SBS

Lo *Shadow Banking System*, attraverso le differenti attività che lo contraddistinguono, riveste un ruolo cruciale all'interno del sistema finanziario.

Il finanziamento non bancario, infatti, sotto molti aspetti, costituisce un'importante risorsa per l'economia in generale.

Tra i pregi di tale sistema spicca senza dubbio la possibilità per gli operatori di investire in strumenti finanziari *market-based*, alternativi ai più tradizionali depositi bancari. Particolarmente utile per gli investitori quando il sistema bancario tradizionale soffre di disfunzioni temporanee o quando è in atto una stretta del credito, il finanziamento alternativo rappresenta una fonte gradita di diversificazione dell'offerta di credito, incrementando la competitività e l'efficienza dei mercati³⁵.

Un esempio di opportunità fornita dallo SBS è rinvenibile in Cina, dove il governo ha imposto un limite massimo al tasso di interesse da corrispondere ai depositanti. In tal modo, il governo disincentiva l'utilizzo della forma tipica dell'impresa bancaria quale il deposito, contenendo i costi di finanziamento. In un contesto simile, quindi, lo SBS funge da risorsa, ponendosi come alternativa principale al finanziamento bancario.

Inoltre, la maggiore specializzazione di cui sono dotate le entità *shadow*, permette loro di canalizzare più efficacemente le risorse verso bisogni specifici, fornendo benefici per l'economia reale³⁶.

Un esempio in tal senso è fornito dai fondi di *private equity* attraverso la loro attività di *venture capital*. La suddetta attività consiste nel finanziamento di imprese nelle prime fasi del proprio ciclo di vita ma con grandi potenzialità di crescita. La struttura stessa di tali imprese le rende molto rischiose, motivo per il quale, soprattutto a seguito della più stringente regolamentazione che ha colpito le banche, esse vengono escluse dai circuiti di credito tradizionale.

Il fabbisogno di una maggiore specializzazione, dovuto all'ingente eterogeneità e complessità dei mercati finanziari, è stato soddisfatto, in particolare, dai cosiddetti fondi specializzati. Trattasi di *hedge funds* specializzati in investimenti rivolti esclusivamente ad un determinato settore economico. Beneficia, altresì, dell'operato di tali fondi l'intera

35 Pluchino F., *“Dalla banca di fatto alla banca fantasma: lo shadow banking system”*, Cacucci Editore, 2014

36 European Commission, *“Green Paper – Shadow Banking”*, Bruxelles, 19 marzo 2012

collettività, in quanto, grazie al finanziamento di piccole realtà nei rispettivi campi, si alimenta un processo di innovazione e sviluppo.

In aggiunta a quanto detto in precedenza, il lungo processo di regolamentazione avvenuto post crisi nei confronti delle banche tradizionali sembra tuttavia aver rafforzato il Sistema Bancario Ombra.

Infatti, se da un lato la regolamentazione ha condotto le istituzioni finanziarie ad una maggiore stabilità e sicurezza, dall'altro si è tradotta in una contrazione del credito, che non ha fatto altro che intensificare le difficoltà presenti nell'economia reale.

La soluzione a tal problema per molti investitori sembra essere stata riscontrata nei canali di finanziamento alternativo e così, molte delle operazioni finanziarie in precedenza svolte dalle banche tradizionali passano ora in capo ad entità *shadow*. Attraverso i canali dello SBS, quindi, investitori e altri intermediari finanziari possono usufruire di costi notevolmente ridotti grazie ad una regolamentazione meno stringente³⁷.

A fronte di queste opportunità, le entità e le attività del sistema bancario parallelo possono tuttavia dar vita ad un certo numero di rischi, sui quali si concentrano gli sforzi delle autorità di regolamentazione³⁸.

In primo luogo, è importante sottolineare il rischio appartenente sia alle entità *shadow* che alle banche tradizionali.

Il cosiddetto rischio di natura bancaria è legato principalmente ad un'elevata trasformazione delle scadenze e della liquidità.

In particolare, la trasformazione delle scadenze, mediante la quale l'intermediario modifica le caratteristiche temporali delle risorse raccolte con lo scopo di soddisfare le esigenze della clientela, può causare squilibri economici, dovuti ad un'eccessivo *mismatching* delle scadenze (elevata distanza tra la scadenza media delle attività e quella delle passività).

Pertanto, l'utilizzo di tipi di finanziamento analoghi ai depositi da parte delle entità *shadow*, espone le stesse al rischio di un improvviso e massiccio ritiro dei fondi, il cosiddetto fenomeno del *bank run*. In tal senso, il solo elemento di differenziazione tra le banche tradizionali e le entità *shadow* è rappresentata dal fatto che quest'ultime, pur

37 Baur B., Wackerbeck P., “*Into the shadows: How regulation fuels the growth of the shadow banking sector and how banks need to react*”, The European Financial Review, 19 giugno 2013

38 European Commission, “*Green Paper – Shadow Banking*”, p. 5, Bruxelles, 19 marzo 2012

essendo esposte all'analogo rischio di un rimborso di massa, non sono soggette alla supervisione stringente e agli obblighi di natura patrimoniale tipici delle banche.

In secondo luogo, un ulteriore fattore di criticità è costituito dall'uso eccessivo della leva finanziaria.

La leva finanziaria o *leverage* si configura come un rapporto di indebitamento, definito come rapporto tra debiti e mezzi propri di un'impresa³⁹, attraverso cui un operatore è in grado di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto.

Di conseguenza, lo sfruttamento della leva finanziaria implica da un lato l'ottenimento di un rendimento generato dalla maggiore remunerazione delle attività rispetto al costo delle passività ma, dall'altro lato, in caso di investimenti errati, ne amplifica anche le perdite.

L'accumulo di leva finanziaria causa, dunque, una maggiore fragilità del sistema economico, oltre a rappresentare una fonte di rischio sistemico: maggiore è la leva finanziaria, minore è la capacità di far fronte alla volatilità dei prezzi delle attività detenute.

Molte attività delle entità *shadow* sono caratterizzate da un elevato grado di *leverage* anche a causa di un riutilizzo delle garanzie, alla base del processo di *collateral intermediation*, senza tuttavia essere sottoposte ai limiti richiesti dalla regolamentazione e dalla vigilanza bancaria.

Le entità dello SBS che maggiormente fanno ricorso alla leva finanziaria sono gli *hedge funds*, intermediari che, al fine di offrire agli investitori un rendimento assoluto positivo, talvolta ignorano i rischi associati ai ritorni, con la possibilità di provocare conseguenze pericolose per l'intero sistema finanziario⁴⁰.

Ulteriore elemento di rischiosità dello SBS è rappresentato dal cosiddetto arbitraggio regolamentare, che utilizza le opportunità derivanti da previsioni regolamentari incoerenti per migliorare la combinazione rischio-rendimento dell'attivo di una banca o di un'istituzione finanziaria⁴¹.

Al fine di eludere la regolamentazione, lo SBS opera in maniera tale da frammentare il tradizionale processo di intermediazione creditizia e ciò è reso possibile attraverso la

39 <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/leverage.html>

40 Barbarino F., "Leverage Hedge funds and risk", Npec, 2009

41 [http://www.treccani.it/enciclopedia/arbitraggio_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/arbitraggio_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

creazione di strutture giuridicamente indipendenti che trattano le une con le altre, dando vita ad una “frammentazione normativa”.

È evidente come un simile operato comporterebbe il rischio di un livellamento normativo verso il basso per l'intero sistema finanziario, in quanto le banche tradizionali e gli altri intermediari finanziari cercano di replicare le entità *shadow* o di spingere determinate operazioni verso entità che non rientrano nel loro consolidamento⁴².

Un esempio di quanto appena detto è rintracciabile nelle operazioni di cartolarizzazione messe in atto dalle banche al fine di trasferire i rischi, risultate poi cruciali nell'innescare la crisi finanziaria del 2007/2008.

Infine, uno dei rischi monitorati con maggiore attenzione dalle autorità di regolamentazione è quello derivante dall'interconnessione tra le banche tradizionali e le entità *shadow*.

Lo stretto rapporto che intercorre tra le banche ed altri intermediari al di fuori della tradizionale regolamentazione, soprattutto in periodi di tensione, costituisce un fattore di pericolosità per l'intero sistema.

Infatti, la stabilità finanziaria è minata da tale interconnessione tramite i canali di finanziamento, in particolare quando questi vengono associati all'accumulo di disallineamenti di leva finanziaria, di scadenze o di liquidità⁴³.

I canali attraverso i quali i rischi assunti dalle entità *shadow* possono essere facilmente trasmessi al settore bancario tradizionale sono essenzialmente due: il primo, che prevede l'assunzione diretta di prestiti dal sistema bancario e sopravvenienze passive bancarie (supporto di credito e linee di liquidità) e il secondo, che riguarda le vendite massicce di attività con ripercussioni sui prezzi delle attività finanziarie⁴⁴.

42 European Commission, “*Green Paper – Shadow Banking*”, p. 6, Bruxelles, 19 marzo 2012

43 Barbagallo C., “*Lo shadow banking e la regolamentazione italiana*”, NIFA – New International Finance Association World Finance Forum 2015, “La rinascita economica e finanziaria in Europa e in Italia”, Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d’Italia, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 5 marzo 2015

44 *Ibidem* 41

2.3 Evoluzione dello SBS e nuovi trend

Lo *Shadow Banking System* è un fenomeno globale. Nato a cavallo degli anni '80 negli Stati Uniti e divenuto oggetto di numerosi dibattiti a livello internazionale dopo la crisi finanziaria del 2007/2008, tale sistema ha conosciuto una crescita senza precedenti nel corso degli anni.

Lo studio dello SBS vede come evento spartiacque il vertice di Seul del 2010, dove sono state individuate dai leader del G20 alcune questioni relative alla regolamentazione del settore finanziario che necessitano di un attento monitoraggio.

Tra i punti di criticità rilevati, spiccava il Sistema Bancario Ombra, definito per la prima volta dall'economista McCulley nel 2007.

Tale occasione, ha dunque consentito di porre l'attenzione sul tema del rafforzamento della regolamentazione nel settore finanziario, spingendo le autorità a prendere seriamente in considerazione questo fenomeno – da molti considerato alla base della crisi globale – al fine di colmare la disomogeneità e, talvolta, l'assenza di regolamentazione a livello internazionale relativa alle entità *shadow*.

Pertanto, nel dicembre 2010 il *Financial Stability Board* (FSB) – organismo internazionale con il compito di monitorare il sistema finanziario globale – si occupava di costituire una *task-force* incaricata di raccogliere dati sullo SBS, con specifico riferimento alle statistiche ufficiali.

Dal primo rapporto dettagliato sul fenomeno dello SBS pubblicato dall'FSB il 27 ottobre 2011, emergeva un quadro completo circa la dimensione, la portata ed i rischi sistemici del fenomeno analizzato.

Tale analisi rappresenta il primo tentativo a livello internazionale di affrontare i problemi posti dal Sistema Bancario Ombra, con lo scopo di lenire i rischi sistemici e rafforzare il sistema finanziario.

Il lavoro dell'FSB in materia è rimasto invariato negli anni, in maniera tale da poter monitorare costantemente un fenomeno dinamico e in continua evoluzione con la possibilità di adottare tutti gli strumenti di sorveglianza necessari a prevenire i rischi connessi ad esso.

I risultati derivanti dall'ottavo esercizio annuale di monitoraggio intervenuto ad opera dell'FSB, pubblicati il 4 febbraio 2019, consentono di valutare le tendenze globali e i

rischi dell'intermediazione finanziaria non bancaria, mediante una copertura dati fino alla fine del 2017 e relativi a 29 giurisdizioni⁴⁵, che insieme rappresentano oltre l'80% del PIL mondiale.

Al fine di misurare le dimensioni del Sistema Bancario Ombra a livello internazionale, l'FSB fa ricorso a tre “aggregati”⁴⁶:

- 1) l'insieme degli intermediari non finanziari (MUNFI – *Monitoring Universe of Non-Financial Intermediation*), composto da compagnie assicurative, fondi pensione, altri intermediari finanziari (OFIs – *Other Financial Intermediaries*) e ausiliari finanziari.
- 2) il sottoinsieme del MUNFI, che configura la “*broad measure of shadow banking*”, ossia la misura allargata dello SBS, costituito dagli OFIs, vale a dire entità finanziarie diverse da banche centrali, banche, compagnie di assicurazione, fondi pensione, istituzioni finanziarie pubbliche e ausiliari finanziari. Fanno parte di questa macrocategoria diverse sottocategorie, tra le quali si annoverano fondi di investimento (differenti dai MMF e dagli *hedge funds*), società finanziarie, *broker-dealer*, MMF, *hedge funds*, veicoli di finanza strutturata (SFVs, *Structured Finance Vehicles*), società fiduciarie, fondi comuni di investimento immobiliare, ecc.
- 3) il sottoinsieme del MUNFI e degli OFIs, che configura la “*narrow measure of shadow banking*”, ossia la misura ristretta dello SBS, costituito da quelle entità finanziarie non bancarie che, secondo la classificazione adottata dall'FSB⁴⁷, sono coinvolte in attività di intermediazione creditizia e che presentano rischi per la stabilità finanziaria simili a quelle delle banche.

45 Belgio, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Spagna, Argentina, Australia, Brasile, Canada, Isole Cayman, Cile, Cina, Hong Kong, Indonesia, India, Giappone, Corea, Messico, Russia, Arabia Saudita, Singapore, Sudafrica, Svizzera, Turchia, Regno Unito, Stati Uniti

46 Mottura C., “*Shadow banking e nuovi rischi sistemici: un breve commento*”, Diritto Bancario, 5 novembre 2018

47 La misura ristretta dello SBS si compone di attività ed entità finanziarie non bancarie divise in 5 funzioni economiche sulla base dei rischi che presentano per la stabilità finanziaria: 1. gestione di fondi della clientela aventi particolari caratteristiche che possono provocare “corse al rimborso” per via dell'uso eccessivo della leva finanziaria e della trasformazione di scadenze; 2. erogazione di prestiti sulla base di raccolta a breve termine a clientela *retail* per qualunque finalità, con rischi connessi alla trasformazione delle scadenze; 3. intermediazione tra soggetti attivi sul mercato, che dipende dalla raccolta a breve termine, soggetta ad un elevato rischio di liquidità; 4. banche o altri intermediari non bancari che abbiano facilitazioni all'erogazione del credito (es. concessione di garanzie), con rischi connessi all'elevato uso di leva finanziaria; 5. cartolarizzazione e finanziamento di entità finanziarie.

Cfr. FSB, “*Global Shadow Banking Monitoring Report 2016*”, 10 maggio 2017

In base all'ultimo report dell'FSB⁴⁸, come illustrato nella figura 6, la dimensione dell'insieme degli intermediari non finanziari (MUNFI) a livello internazionale è cresciuta del 7% rispetto all'anno precedente (2016), passando da circa 160 a poco più di 184 trilioni di dollari.

Inoltre, per il sesto anno consecutivo, si annovera un incremento della quota di *asset* di tale insieme sul totale delle attività finanziarie mondiali, issandosi al 48.2%.

Per quanto concerne la misura allargata dello SBS, chi svolge un'attività bancaria, ma al tempo stesso non è una banca centrale, un istituto di credito privato, un'istituzione pubblica, una compagnia assicurativa o un fondo pensione, è in grado ormai di manovrare oltre 116mila dei 382mila miliardi di dollari del sistema finanziario, un ammontare decisamente superiore rispetto ai circa 99mila miliardi del 2016, con una crescita del 7.6%, inferiore tuttavia al quinquennio precedente.

Le attività degli OFIs, inoltre, sono cresciute più rapidamente rispetto a quelle delle banche, delle compagnie assicurative e dei fondi pensione, toccando la quota record di *asset* sul totale delle attività finanziarie mondiali di circa il 30.5%, la più alta mai registrata⁴⁹.

In merito alla misura ristretta dello SBS, composta per lo più da veicoli di investimento collettivo, essa è cresciuta dell' 8.5% rispetto all'anno precedente, seppur con un lieve calo di tale tasso rispetto alla media del quinquennio precedente, registrando un valore delle attività circa pari a 52 trilioni di dollari. Inoltre, l'incremento ha riguardato anche la quota degli *asset* sul totale delle attività finanziarie mondiali, con un livello raggiunto del 13.7%.

Infine, un dato che riflette l'immenso sviluppo dello SBS è costituito dalla crescita della misura ristretta dello SBS ad un ritmo superiore rispetto agli *asset* del sistema creditizio globale (8.5% contro 5.3%).

Per di più, ciò che colpisce maggiormente è dato dal fatto che a trainare l'intermediazione finanziaria non bancaria sono soprattutto la Cina e paradisi fiscali quali Isole Cayman, Irlanda e Lussemburgo: Paesi che insieme raccolgono i due terzi dell'incremento registrato dal 2011 in poi.

Su tale questione si è espresso direttamente anche Klaas Knot, presidente del Comitato

48 FSB, "Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018", 4 febbraio 2019

49 Cellino M., "L'«ombra» dello shadow banking si allunga sulla stabilità del sistema finanziario", Il Sole 24 Ore, 5 febbraio 2019

permanente per la valutazione delle vulnerabilità dell'FSB, secondo il quale “i soggetti non-bancari stanno diventando attori importanti nelle aree in cui gli istituti di credito tradizionalmente hanno svolto ruoli dominanti”, rimarcando poi che “le autorità devono rimanere vigili nell'affrontare i rischi di stabilità finanziaria che emergono dai finanziamenti non bancari attraverso una maggiore raccolta di dati, una migliore analisi del rischio e l'attuazione di adeguate misure politiche”. La crescita dello SBS, dunque, seppur monitorata costantemente, continua ad allarmare.

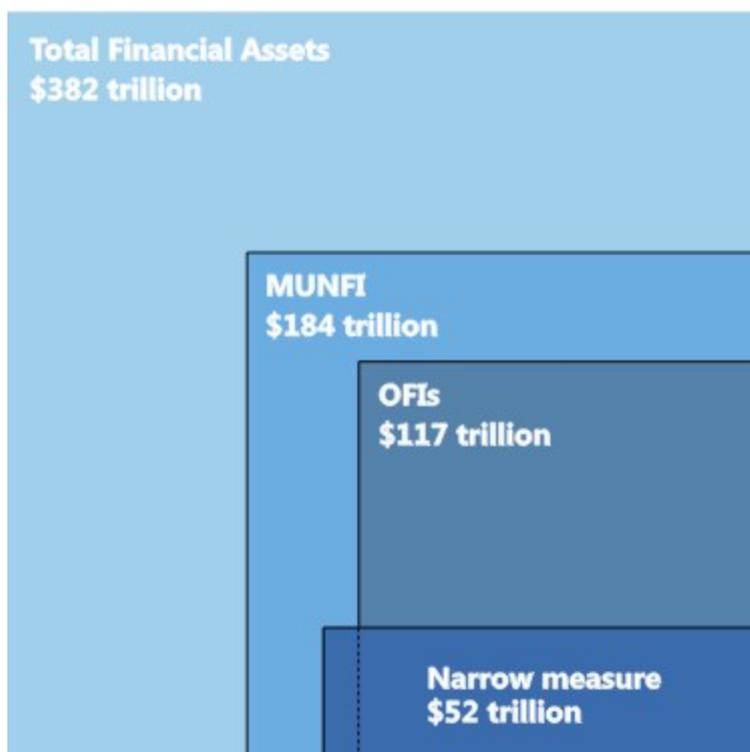


Figura 6 Il peso delle banche ombra

Fonte FSB, “Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018”, p. 7, 4 febbraio 2019

A completamento di un'analisi dettagliata, si sottolinea inoltre che, l'FSB, nell'ambito della dimensione prospettica dell'esercizio annuale di monitoraggio, raccoglie informazioni sulle recenti innovazioni delle giurisdizioni partecipanti, che vengono successivamente condivise, al fine di divulgare i rischi potenziali e i benefici derivanti da tali innovazioni.

Sotto questo punto di vista, il più recente report dell'FSB segnala il ruolo sempre più

significativo, all'interno delle diverse giurisdizioni, delle piattaforme online o di entità non bancarie collegate alla tecnologia finanziaria nell'erogazione del credito o nell'agevolazione della creazione del credito⁵⁰, il cosiddetto credito *FinTech*.

Tale nuovo trend si basa su piattaforme elettroniche che si avvalgono di tecnologie e innovazioni digitali per interagire completamente con gli utenti online e processare ingenti volumi di informazioni sul cliente⁵¹.

Sulla base di un modello di business *peer-to-peer* (P2P), la piattaforma online offre un processo di richiesta di prestiti standardizzato e a basso costo, e permette abbinamenti e transazioni diretti tra datori e prenditori di fondi.

In seguito ad una fase preliminare di verifica delle informazioni circa la situazione finanziaria dei prenditori, posta in essere dagli investitori e, nella maggior parte dei casi, anche dalla piattaforma, si procede con l'abbinamento.

Da tale momento in poi il contratto di prestito tra i due soggetti entra direttamente in vigore, in modo tale che ad assumersi i rischi nell'immediato sia l'investitore e non l'operatore della piattaforma.

L'abbinamento di prestiti ed investimenti riguarda solitamente anche la durata. Infatti, gli investitori non possono liquidare i loro investimenti prima della naturale scadenza.

L'unica eccezione in tal senso è rappresentata dalla ricerca e dalla successiva selezione di un altro investitore disposto a subentrargli.

La piattaforma di credito, in tal processo, effettua una molteplicità di funzioni, dalla registrazione delle operazioni alla riscossione dei rimborsi del prenditore, dalla distribuzione dei flussi di cassa agli investitori finanche al recupero degli obblighi di pagamento non soddisfatti, il tutto in cambio di una remunerazione sotto forma di commissioni correnti⁵².

Per avere un'idea della dimensione di questo nuovo trend, l'FSB ha stimato che, a livello globale, l'ammontare di credito *FinTech* erogato all'economia risulta essere pari a 284 miliardi di dollari nel 2016. Come illustrato nella figura 7, tale stima, rapportata ai circa 11 miliardi del 2013, segnala un'ascesa preponderante del fenomeno⁵³.

La rapida crescita del credito *FinTech* risulta, tuttavia, piuttosto disomogenea tra le

50 FSB, "Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018", p. 11, 4 febbraio 2019

51 Claessens S., Frost J., Turner G., Zhu F., "I mercati del credito fintech nel mondo: dimensioni, determinanti e questioni relative alle politiche", Rassegna trimestrale BRI, settembre 2018

52 *Ibidem*

53 Cambridge Centre for Alternative Finance (2018)

giurisdizioni. Infatti, la portata di tale nuovo trend varia notevolmente tra le economie. L'economia leader nell'erogazione del credito *FinTech* nel 2016 era quella cinese, seguita da quella statunitense e da quella inglese.

Le differenze in merito tra paesi tengono conto soprattutto degli sviluppi economici e della struttura dei mercati finanziari.

In particolare, è rintracciabile una correlazione positiva tra la portata del credito *FinTech* e il livello di reddito di un paese oltre ad una correlazione negativa tra l'entità stessa del credito *FinTech* e il livello di competitività del sistema bancario.

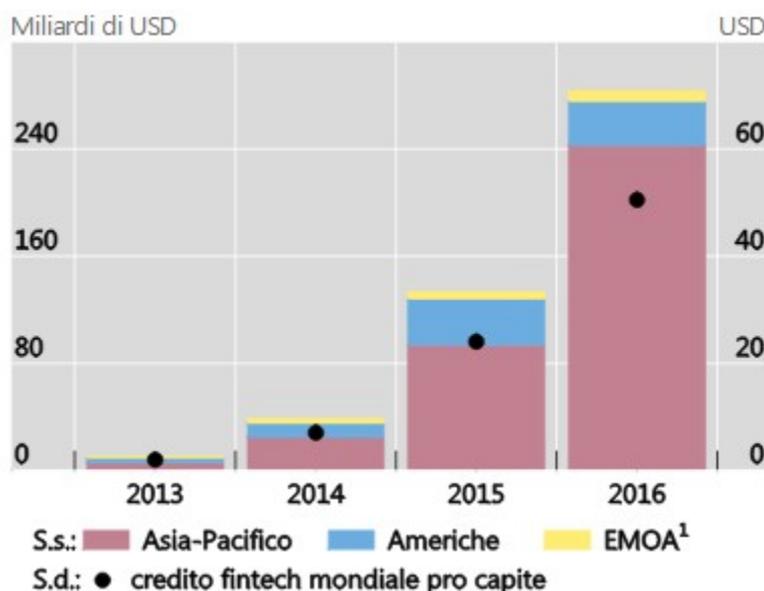


Figura 7 Volume del credito *FinTech* di nuova emissione a livello mondiale

Fonte AltFi Data; Cambridge Centre for Alternative Finance e partner di ricerca; elaborazione degli autori Claessens S., Frost J., Turner G., Zhu F., "I mercati del credito fintech nel mondo: dimensioni, determinanti e questioni relative alle politiche", Rassegna trimestrale BRI, settembre 2018

In aggiunta a quanto detto finora, al netto dei benefici in termini di finanziamento alternativo per gli investitori, di un migliore accesso al credito per segmenti scarsamente serviti e di una maggiore praticità, minori costi di transazione e valutazioni del rischio di credito più appropriate, il fenomeno *FinTech* solleva una serie di questioni per le autorità di vigilanza⁵⁴, riferite in particolare alla necessità di garantire una protezione adeguata al pubblico degli investitori, onde evitare potenziali rischi sistemici.

⁵⁴ Claessens S., Frost J., Turner G., Zhu F., "I mercati del credito fintech nel mondo: dimensioni, determinanti e questioni relative alle politiche", Rassegna trimestrale BRI, settembre 2018

Orbene, un'ulteriore espansione improvvisa di questo trend potrebbe senza dubbio minare la stabilità finanziaria: il credito *Fintech*, a causa della mancanza di accesso alle reti di salvataggio pubbliche e dei limiti strutturali di un business non diversificato, risulta, infatti, maggiormente vulnerabile al ritiro degli investitori.

CAPITOLO 3 - Regolamentazione internazionale

3.1 Il contributo del *Financial Stability Board*

La crisi nei mercati finanziari globali ha posto numerose sfide alla comunità internazionale di giuristi ed economisti al fine di analizzarne le cause ed elaborare le opportune scelte politiche volte alla salvaguardia della stabilità finanziaria delle istituzioni bancarie e finanziarie in genere⁵⁵.

Lo *Shadow Banking System*, per via dei numerosi rischi elencati nei precedenti capitoli, è ritenuto uno dei principali fattori scatenanti della crisi del 2007/2008.

Pertanto, al fine di arginare i rischi di un fenomeno in continua espansione, si è subito rivelato necessario un massiccio intervento da parte dell'intera comunità internazionale.

Data la natura transfrontaliera del Sistema Bancario Ombra, l'approccio auspicato non poteva prescindere da un contributo internazionale, costituito da un impianto normativo condiviso basato su frequenti scambi di informazioni tra Paesi.

La *ratio* di tale approccio si rinviene nella necessità di arginare le opacità caratterizzanti le attività poste in essere dalle entità *shadow*.

Il contributo maggiormente significativo nell'ambito della regolamentazione dello SBS è stato fornito dal *Financial Stability Board* (FSB), organismo internazionale con il compito di monitorare il sistema finanziario globale.

L'FSB – già *Financial Stability Forum* – riunisce in seno un consistente gruppo di autorità finanziarie, in particolare: rappresentanti dei governi, delle banche centrali e delle autorità nazionali di vigilanza sulle istituzioni e sui mercati finanziari, di istituzioni finanziarie internazionali, di associazioni internazionali, di autorità di regolamentazione e supervisione e di comitati di esperti di banche centrali⁵⁶.

Tale organismo nasce dall'intento dei governi di:

- 1) sostenere la stabilità finanziaria in un'ottica globale
- 2) migliorare il funzionamento dei mercati finanziari
- 3) ridurre il rischio sistemico attraverso lo scambio di informazioni tra Paesi
- 4) incentivare la cooperazione internazionale tra le autorità di vigilanza, le banche

⁵⁵ Agresti A., “Istituzioni e iniziative giuridiche sul sistema bancario ombra in una prospettiva europea. Alcune considerazioni”, marzo 2014

⁵⁶ Cfr. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/financial-stability-forum111.htm>

centrali e le principali istituzioni internazionali⁵⁷.

La portata e le dimensioni crescenti dello SBS hanno fatto sì che tale fenomeno finisse sotto i riflettori dei differenti capi di Stato. Così, al *summit* di Seul del 2010, i *leader* del G20 hanno individuato come una delle priorità della loro agenda di politica internazionale quella di esaminare dettagliatamente lo *Shadow Banking System*, con l'obiettivo di delineare i principali rischi e di formulare raccomandazioni ad esso adeguate.

In risposta alla sollecitazione da parte dei *leader* mondiali di regolamentare il fenomeno, l'FSB ha costituito una *task-force* avente come obiettivi⁵⁸ :

- 1) la definizione del Sistema Bancario Ombra e in particolare la precisazione del ruolo svolto e dei potenziali rischi nel più ampio sistema finanziario;
- 2) il delineamento di approcci volti ad un monitoraggio efficace dello SBS;
- 3) la preparazione di eventuali misure supplementari di regolamentazione per affrontare il rischio sistemico e l'arbitraggio normativo.

I frutti del lavoro della *task-force* si sono manifestati nel 2011 attraverso la pubblicazione del primo *report* sullo SBS, dove il fenomeno viene esaminato dettagliatamente, con particolare attenzione rivolta alle diverse entità coinvolte e ai *trend* più recenti a livello globale.

Sulla base della prima relazione e a seguito dell'invito ad approfondire il proprio lavoro, scaturito dal G20 di Cannes del 2011, l'FSB ha inoltre dato vita a vari gruppi di studio focalizzati su 5 ambiti distinti ma fortemente interrelati tra loro, al fine di analizzare ancor più dettagliatamente il fenomeno nelle diverse sfaccettature e di elaborare raccomandazioni utili in merito.

I cinque filoni analizzati riguardano⁵⁹:

- 1) la revisione delle regole prudenziali per le esposizioni (*exposures*) rilevanti delle banche nei confronti di entità *shadow* e l'armonizzazione dei criteri internazionali di consolidamento prudenziale e contabile;
- 2) la rimozione dei rischi sistemici nel settore dei fondi di mercato monetario

57 Bini Smaghi L., "La crisi finanziaria: sfide e risposte", BCE, Firenze, 16 ottobre 2009

58 FSB, "*Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*", Basilea, ottobre 2011

59 Barbagallo C., "*Lo shadow banking e la regolamentazione italiana*", NIFA – New International Finance Association World Finance Forum 2015, "La rinascita economica e finanziaria in Europa e in Italia", Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 5 marzo 2015

(MMF), in particolare quelli con NAV costante, che per via delle caratteristiche simili ai depositi a vista sono esposti al rischio di elevati ed improvvisi riscatti da parte della clientela;

- 3) il monitoraggio e la regolamentazione delle entità diverse dai fondi monetari che rientrano nella definizione di *shadow banking*⁶⁰;
- 4) la definizione di criteri volti a favorire un mercato delle cartolarizzazioni basato su semplicità, trasparenza e comparabilità;
- 5) la promozione di iniziative nell'ambito delle transazioni finanziarie collateralizzate (es. pronti contro termine) tese a ridurre i rischi sistemici connessi a tali operazioni, emersi durante la crisi globale.

La relazione annuale dell'FSB suggerisce alcuni principi generali che le autorità di regolamentazione dovrebbero applicare nel mettere a punto e attuare le misure di regolamentazione per il sistema bancario ombra.

Secondo l'FSB le misure di regolamentazione devono essere mirate, proporzionate, lungimiranti, flessibili ed efficaci, nonché essere soggette a valutazione e riesame⁶¹.

Particolare attenzione viene rivolta al primo filone – analizzato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (*Basel Committee on Bank Supervision* – BCBS) – che prevede delle politiche volte a ridurre al minimo le interazioni tra le banche tradizionali e le entità *shadow*, per via del rischio di contagio che può minare la stabilità finanziaria.

Al fine di minimizzare tali interconnessioni, il BCBS ha sviluppato una serie di misure raggruppabili in due aree principali.

La prima riguarda il perimetro del consolidamento: le misure sono volte a garantire che tutte le entità *shadow* siano inserite nel bilancio della banca *sponsor* ai fini prudenziali.

È estremamente importante che le entità *shadow* sponsorizzate dalle banche tradizionali (es. ABCP *conduit*, alcuni fondi monetari) siano consolidate nel gruppo e quindi incluse nelle loro posizioni di bilancio ai fini del calcolo del capitale di rischio e delle riserve di liquidità, nonché dell'indice di leva finanziaria.

60 Per la definizione di tali entità, l'FSB ha scelto di seguire un approccio “funzionale”, basato sulle seguenti cinque tipologie di attività, che altro non sono che le attività della “misura ristretta dello SBS” (*narrow measure of shadow banking*), caratterizzate da potenziali rischi per la stabilità finanziaria: 1. gestione di veicoli d'investimento collettivo; 2. estensione di credito che dipende da forme di raccolta a breve; 3. intermediazione delle attività di mercato che dipende dalla raccolta a breve o dal prestito titoli; 4. facilitazione della creazione del credito (ad esempio attraverso l'offerta di garanzie); 5. intermediazione creditizia (o attività di raccolta da parte di entità finanziarie) tramite le cartolarizzazioni.

61 European Commission, “*Green Paper – Shadow Banking*”, p. 7, Bruxelles, 19 marzo 2012

Operando in tal modo, le misure prudenziali riescono a tener conto del rischio derivante dalle entità *shadow*, oltre a garantire l'applicazione di un'adeguata vigilanza bancaria.

Inoltre, regole di consolidamento più rigorose, tendono anche a limitare la capacità delle banche, attraverso il cosiddetto sostegno implicito, di sostenere le entità non facenti parte del gruppo.

Lo scopo principale perseguito attraverso tali misure è quello di migliorare la trasparenza del settore bancario e di limitare il sostegno fornito dalle banche alle entità del Sistema Bancario Ombra che non sono soggette ad adeguate misure prudenziali⁶².

La seconda riguarda i limiti alle dimensioni e alla natura delle esposizioni di una banca nei confronti delle entità *shadow*: le misure sono atte ad evitare che una banca si esponga in maniera eccessiva nei riguardi di un unico prestatore di fondi, nello specifico un'entità del Sistema Bancario Ombra.

La disciplina dei grandi fidi, oltre a ridurre l'interconnessione delle banche tradizionali con le entità *shadow*, si propone altresì di contenere i rischi per il sistema finanziario derivanti dalle gravi tensioni o dal fallimento di tali entità, il cui finanziamento dipende in larga misura dalle banche.

In aggiunta a quanto detto, le banche sono anche tenute ad individuare e misurare *ex ante* le esposizioni derivanti da potenziali fonti di rischio reputazionale - come il sostegno implicito alle cartolarizzazioni e il sostegno ai MMF e agli *hedge funds* - e ad includerle nei loro processi interni di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale.

Al fine di attenuare l'interconnessione e i rischi derivanti dalle esposizioni reciproche tra singole istituzioni finanziarie globali, sono stati introdotti diversi requisiti patrimoniali dal BCBS (Basilea III) nei confronti delle banche tradizionali, incidendo notevolmente anche sull'operato delle entità *shadow*. Tra questi figurano⁶³:

- incentivi patrimoniali affinché le banche si avvalgano di controparti centrali per i derivati OTC;
- requisiti patrimoniali più elevati per l'attività di *trading* e per quella in derivati, nonché per le cartolarizzazioni complesse e le esposizioni fuori bilancio (ad esempio, verso veicoli di investimento strutturati o SIV);
- requisiti patrimoniali più alti a fronte di esposizioni nei confronti di altri soggetti

62 FSB, “*Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*”, pp. 16-17, Basilea, 27 ottobre 2011

63 BCBS, “*Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*”, pp. 8-9, giugno 2011

del settore finanziario;

- requisiti di liquidità che penalizzino un ricorso eccessivo alla raccolta interbancaria a breve termine per finanziare impieghi a più lunga scadenza.

Dunque, attraverso l'operato dell'FSB, viene monitorato costantemente un fenomeno dinamico, con la possibilità di adottare gli strumenti di sorveglianza necessari per intervenire preventivamente, evitando quindi o quantomeno mitigando i rischi sistemici.

Tuttavia, alla luce di quanto detto, l'unico approccio da evitare indubbiamente è quello di un'eccessiva regolamentazione dei mercati finanziari, in quanto, così facendo si sostiene ancor di più il mercato della finanza ombra.

Di tale opinione è anche Alice Joe, esponente della Camera di Commercio di Washington intervistata da “Der Spiegel”, secondo la quale: *“il mondo sarebbe un posto molto buio senza le banche ombra, dato che molte aziende hanno bisogno di milioni da un giorno all'altro. Basta una telefonata al mattino al rivenditore giusto per avere i soldi sul conto corrente il pomeriggio stesso. Ciò non accade invece con le banche tradizionali, con le quali servirebbero almeno tre giorni”*.

Un eccessivo proibizionismo potrebbe dunque portare la clientela verso gli “spacciatori del credito”, drogando il sistema finanziario globale⁶⁴.

⁶⁴ Sansonetti A., *“Shadow Banking: le “banche ombra”, bomba ad orologeria per la finanza mondiale”*, ADUSBEF Veneto Rischio & Mercati, Londra, 2012

2.2 Il contributo dell'Unione Europea

La risposta su scala internazionale alla crisi finanziaria ha coinvolto indubbiamente anche l'Unione Europea (UE).

Sebbene in Europa il fenomeno dello *shadow banking* sia molto meno sviluppato rispetto agli USA e alla Cina, e si trovi soprattutto nella finanza londinese e nei paradisi fiscali quali Lussemburgo e Irlanda, l'UE ha rivestito, e tuttora riveste, comunque un ruolo chiave in termini di interventi normativi⁶⁵.

Fin dagli arbori della crisi finanziaria del 2007/2008, la Commissione Europea ha avviato una riforma globale del settore dei servizi finanziari in Europa, al fine di conferirgli maggiore solidità e stabilità.

Nel contempo, la stessa ha anche iniziato a ricercare delle soluzioni normative adatte sia per ridurre il rischio dello SBS, sia per evitare che il rischio del settore bancario ombra possa spostarsi verso la sfera regolamentata⁶⁶.

Così, nel 2010, l'UE ha tentato di sopperire alle lacune in materia di vigilanza finanziaria, emerse durante gli anni di crisi, attraverso l'istituzione del cosiddetto Sistema europeo per la vigilanza finanziaria (SEVIF).

Tale rilevante organismo – strutturato come sistema decentrato plurilivello di autorità microprudenziali e macroprudenziali – ha come scopo principale quello di garantire una vigilanza coerente e uniforme all'interno dell'UE.

Le autorità predisposte alla vigilanza microprudenziale di cui si compone il SEVIF sono tre⁶⁷: l'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority* – EBA), l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority* – ESMA) e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (*European Insurance and Occupational Pensions Authority* – EIOPA).

La vigilanza macroprudenziale all'interno del SEVIF, invece, viene affidata al Comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board* – ESRB).

Tale organismo indipendente dell'UE, responsabile della vigilanza macroprudenziale e della prevenzione e del contenimento dei rischi sistemici ed endogeni che sorgono in

65 Pluchino F., *“Dalla banca di fatto alla banca fantasma: lo shadow banking system”*, Cacucci Editore, 2014

66 Agresti A., *“Istituzioni e iniziative giuridiche sul sistema bancario ombra in una prospettiva europea. Alcune considerazioni”*, p. 7, marzo 2014

67 Kolassa D., *“Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF)”*, Parlamento Europeo, 2017

Europa, ricopre inoltre un ruolo di spicco nell'analisi dello SBS.

In particolare, all'interno del Comitato europeo per il rischio sistemico è presente un gruppo di esperti nella valutazione delle potenziali minacce per la stabilità finanziaria causate dal Sistema Bancario Ombra.

Il compito di tale gruppo è quello di monitorare efficacemente i rischi derivanti dal processo di intermediazione creditizia dello SBS ed intervenire con strumenti adeguati quando necessario, al fine di ridurre le opacità che caratterizzano l'operato delle entità *shadow*.

L'operatività del gruppo dipende ovviamente da una minuziosa raccolta di dati attendibili e completi circa lo SBS, unita ad un continuo scambio di informazioni tra i Paesi dell'UE.

Parallelamente all'ESRB, interessati sia in via diretta che in via indiretta alla tematica dello SBS sono altre due istituzioni chiave, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), che al suo interno prevede un ampio gruppo di esperti coinvolti nell'analisi della stabilità finanziaria e la Banca centrale europea (BCE), avente responsabilità in merito al rilascio delle autorizzazioni bancarie, alla conformità dei requisiti patrimoniali e alla leva finanziaria⁶⁸.

Quindi, se da un lato G20 ed FSB hanno iniziato un vasto programma di interesse e sorveglianza sullo *Shadow Banking System*, la risposta a livello europeo è stata più che soddisfacente, attraverso il ricorso ad istituzioni interessate alla stabilità del sistema finanziario e la creazione di enti e gruppi di lavoro *ad hoc* per monitorare il rischio sistemico proveniente dalle entità *shadow*.

L'intervento maggiormente significativo della Commissione Europea circa l'intermediazione finanziaria non bancaria è rinvenibile nel cosiddetto “Libro Verde”⁶⁹ del 2012, in cui vengono analizzati i rischi potenziali dello SBS nell'UE ed il modo in cui, da un punto di vista normativo, possono essere contrastati.

Tale documento – concreta testimonianza della partecipazione attiva della Commissione ai lavori posti in essere dal *Financial Stability Board* (FSB) – oltre ad individuare gli attori chiave dello SBS e il loro *modus operandi* potenzialmente rischioso, si propone di aumentare, attraverso una regolamentazione efficace, la resilienza del sistema

68 Agresti A., “Istituzioni e iniziative giuridiche sul sistema bancario ombra in una prospettiva europea. Alcune considerazioni”, p. 8, marzo 2014

69 European Commission, “*Green Paper – Shadow Banking*”, Bruxelles, 19 marzo 2012

finanziario dell'UE.

In base all'esperienza accumulata in materia di SBS dalle autorità di vigilanza dell'UE e dalle diverse autorità nazionali, la Commissione Europea, ha esposto nel “Libro Verde” un nuovo approccio regolamentativo delle attività poste in essere dalle entità *shadow*, basato sulla combinazione di tre strumenti complementari⁷⁰:

1. la regolamentazione indiretta;
2. l'estensione o la revisione della vigente regolamentazione;
3. la regolamentazione diretta o specifica.

Il primo strumento prevede una regolamentazione indiretta delle attività del Sistema Bancario Ombra attraverso la regolamentazione del settore bancario tradizionale.

In particolare, le società veicolo fuori bilancio (SPV) – entità cruciali nel processo di *securitization* – erano e sono tuttora indirettamente disciplinate dalla regolamentazione bancaria, con l'obiettivo di disincentivare l'elusione degli obblighi relativi ai requisiti patrimoniali da parte delle banche.

In tal senso, la cosiddetta direttiva sui requisiti patrimoniali del 2009 (CRD II)⁷¹, ha imposto sia ai cedenti che ai promotori di attività cartolarizzate di mantenere una quota significativa dei rischi sottoscritti, differenziandosi notevolmente dalla precedente regolamentazione, che consentiva alle banche di non accantonare capitale per i costi corrispondenti.

Inoltre, le successive direttive del 2010 e del 2013 (CRD III⁷² e CRD IV⁷³), sono state introdotte allo scopo di rafforzare ulteriormente i requisiti patrimoniali. La CRD III prevede l'obbligo per le banche di detenere un capitale nettamente più elevato per coprire i rischi legati agli investimenti in operazioni di ricartolarizzazioni complesse oltre all'imposizione per le autorità degli Stati membri dell'UE di tener conto del rischio reputazionale ai fini della valutazione del rischio delle singole banche.

70 European Commission, “*Green Paper – Shadow Banking*”, pp. 8-10, Bruxelles, 19 marzo 2012

71 Direttiva 2009/111/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, che modifica le direttive 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2007/64/CE per quanto riguarda gli enti creditizi collegati a organismi centrali, taluni elementi dei fondi propri, i grandi fidi, i meccanismi di vigilanza e la gestione delle crisi (GU L 302 del 17.11.2009, p. 97)

72 Direttiva 2010/76/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che modifica le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE per quanto riguarda i requisiti patrimoniali per il portafoglio di negoziazione e le ricartolarizzazioni e il riesame delle politiche remunerative da parte delle autorità di vigilanza (GU L 329 del 14.12.2012, p. 3)

73 Direttiva [2013/36/UE](#) del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE (GU L 176 del 27.6.2013, pp. 338-436)

La CRD IV, invece, introduce requisiti di liquidità espliciti, comprese le linee di liquidità per le SPV e per tutti gli altri prodotti legati al rischio reputazionale di una banca⁷⁴.

Di fatto, quindi, la Commissione ha rafforzato le norme prudenziali di solvibilità applicate alle banche tradizionali nei loro rapporti con entità finanziarie non regolamentate, al fine di ridurre i rischi di contagio.

Per quanto riguarda il secondo strumento, esso prevede un'estensione o una revisione della vigente regolamentazione prudenziale delle attività del Sistema Bancario Ombra.

A tal proposito, il campo di applicazione della regolamentazione vigente è stato esteso a nuove entità ed attività al fine di coprire più settori, fronteggiare il rischio sistemico ed ostacolare l'arbitraggio regolamentare.

In particolare, nel 2011 la Commissione ha proposto l'estensione dell'ambito di applicazione della MiFID – sostituita da gennaio 2018 dalla MiFID II – a tutti i sistemi di *trading* ad alta frequenza, una maggiore trasparenza degli strumenti finanziari differenti da quelli di capitale e l'affidamento alle autorità nazionali competenti e all'ESMA più libertà di intervento e di iniziativa.

Infine, la Commissione Europea ha rivolto grande attenzione anche alla regolamentazione diretta delle entità e delle attività del Sistema Bancario Ombra.

Un esempio a tal fine è rappresentato dalla direttiva del 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi⁷⁵.

Tale direttiva affronta diversi aspetti dello SBS relativi ai fondi di investimento alternativi (*hedge funds*, fondi di *private equity*, fondi immobiliari)⁷⁶, andando a stabilire requisiti armonizzati per i soggetti responsabili della gestione e dell'amministrazione di tale genere di fondi.

Nello specifico, per ottenere l'autorizzazione, i gestori devono soddisfare oltre ai requisiti patrimoniali anche quelli relativi alla gestione del rischio e della liquidità.

La leva finanziaria, invece, viene sottoposta a specifici controlli, con l'aggiunta di un'eventuale imposizione di limiti all'uso da parte delle autorità nazionali e dell'ESMA qualora si rivelasse eccessivo in relazione ai rischi per la stabilità del sistema

74 European Commission, “*Green Paper – Shadow Banking*”, pp. 8-9, Bruxelles, 19 marzo 2012

75 Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010 (GU L 174 dell'1.7.2011, p. 1)

76 Vengono definiti fondi di investimento alternativi tutti quei fondi con un portafoglio che non comprende gli strumenti più tradizionali, come liquidità, azioni e obbligazioni.

finanziario, che consentono di monitorare più agevolmente e più efficacemente attività dello SBS⁷⁷.

Il lavoro svolto dalla Commissione ha coinvolto anche i fondi del mercato monetario (MMF).

Al fine di assicurare e rafforzare il profilo di liquidità e stabilità di tali entità *shadow* in Europa, l'UE ha emanato nel 2017 un regolamento⁷⁸, che riveste un ruolo chiave sotto il punto di vista normativo.

Come già sottolineato in precedenza, i fondi di mercato monetario, per via delle caratteristiche analoghe ai depositi bancari, in particolare l'accesso istantaneo alla liquidità e il valore stabile, costituiscono uno strumento alternativo molto conveniente per il pubblico degli investitori.

Tuttavia, essendo comunque fondi di investimento, non sono esenti dai rischi legati agli investimenti.

Le principali preoccupazioni delle autorità circa i MMF vertono sui rischi delle cosiddette “corse al riscatto”, vale a dire i rischi di ritiro massiccio e simultaneo da parte degli investitori, che potrebbero influire pesantemente sulla stabilità finanziaria.

In caso di stress del mercato, quando i prezzi delle attività cominciano a scendere, è possibile che i MMF non siano sempre in grado di rimborsare immediatamente gli investitori.

Tuttavia, gli investitori chiedono il rimborso non appena avvertono il rischio che tale entità potrebbe non onorare le promesse di liquidità e il valore stabile, generando in tal modo una “corsa al riscatto”, nel tentativo di anticipare l'inevitabile calo del NAV.

Tale situazione dipende prevalentemente dal rischio di credito e dal rischio di liquidità insiti nel portafoglio del fondo, così come dal metodo con cui sono valutati i suoi *asset*.

La regolamentazione di tali entità, sempre al fine di ridurre i rischi sistemici, riguarda per lo più la gestione della liquidità e la stabilità.

Per quanto concerne la gestione della liquidità, il più recente regolamento del 2017 prevede l'imposizione ai MMF con NAV costante di detenere tra le attività in portafoglio almeno un 10% a scadenza giornaliera – operazioni di acquisto con patto di rivendita che possono essere chiuse con un giorno lavorativo di preavviso o contante

77 Agresti A., “Istituzioni e iniziative giuridiche sul sistema bancario ombra in una prospettiva europea. Alcune considerazioni”, p. 11, marzo 2014

78 Regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 sui fondi comuni monetari

che può essere ritirato con un giorno lavorativo di preavviso – e un altro 30% a scadenza settimanale, in maniera tale da poter assicurare il rimborso agli investitori che intendono riscattare la loro quota con un preavviso breve.

Dal lato della stabilità, per via della propensione dei MMF a NAV costante a chiedere il sostegno del promotore per stabilizzare i rimborsi al valore nominale, la regolamentazione impone ai fondi di tale tipo di costituire una riserva patrimoniale prestabilita, da attivare a sostegno della stabilità dei rimborsi qualora il valore delle attività di investimento del MMF diminuisca⁷⁹.

In conclusione, mediante un approccio coordinato con l'FSB, l'Unione Europea ha attuato, e ancora sta attuando, riforme ambiziose per una regolamentazione efficace del settore finanziario in generale.

Negli anni, tuttavia, il focus si è sempre più spostato verso lo *Shadow Banking System*, al fine di trarre tutti gli insegnamenti possibili dalla crisi globale del 2007/2008 ed evitare ogni possibile ricaduta.

Dunque, è proprio grazie al contributo dell'UE, unito a quello maggioritario dell'FSB, che il fenomeno è ad oggi controllato e analizzato costantemente.

⁷⁹ Agresti A., “Istituzioni e iniziative giuridiche sul sistema bancario ombra in una prospettiva europea. Alcune considerazioni”, pp. 12-13, marzo 2014

3.3 La regolamentazione italiana

All'interno di un contesto internazionale di iniziative volte a regolamentare il fenomeno dello *shadow banking*, anche l'Italia ha fatto la sua parte.

Per quanto concerne l'assetto della regolamentazione dell'attività bancaria, essa è affidata al cosiddetto TUB, ovvero il Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia.

Tale documento legifera in maniera organica ed approfondita riguardo la vigilanza sugli intermediari, finanziari e bancari, e sul gruppo bancario in generale, in modo da evitare arbitraggi regolamentari.

Per gruppo bancario, si intendono le banche commerciali, le banche d'investimento, le società d'investimento e le società finanziarie. Tale definizione giuridica è volta ad assoggettare tutte queste tipologie di soggetti ad un'unica linea di vigilanza.

Con riferimento agli intermediari finanziari non bancari, invece, essi sono stati regolamentati agli inizi degli anni '90, sia nell'ottica di contenerne i rischi sia a fini di antiriciclaggio, ma l'attenzione a questo tipo di soggetti era nata già dagli anni '70.

Nell'ambito di un contenimento dei rischi sistemici emerge la normativa italiana sulle cartolarizzazioni del 1999⁸⁰, che ha avuto un ruolo di grande rilievo e ha portato alla crescita di un sistema solido e trasparente che non si consolidasse sull'utilizzo di derivati di trasferimento del rischio di credito quanto sull'emissione di ABS.

Inoltre, l'uso delle ABCP con un'elevata trasformazione delle scadenze, in Italia fu limitata anche per via di un trattamento fiscale penalizzante.

I principi chiave di tale normativa riguardavano sostanzialmente l'oggetto della cartolarizzazione, che doveva essere costituito unicamente da crediti; la protezione dei detentori dei titoli; il controllo della conformità dei titoli con gli *standard* definiti dalle disposizioni di Basilea; e, infine, gli obblighi informativi⁸¹.

Inoltre, chi funge da intermediario nella compravendita di titoli cartolarizzati deve essere autorizzato dalla Banca d'Italia e ricade sotto la vigilanza prudenziale della stessa oltre ad essere responsabile della riscossione e del trasferimento dei pagamenti.

Tutte queste attenzioni non hanno tuttavia preservato il nostro Paese dallo sviluppo di

80 "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti", legge n. 130, 30 aprile 1999

81 Gola C., Burrone M., Columba F., Ilari A., Nuzzo G., Panzarino O., "Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework", Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 372, pp. 23-24, febbraio 2017

un vasto mercato delle cartolarizzazioni, che anzi è stato uno dei più floridi d'Europa, con le conseguenze che ne sono poi derivate con la crisi del 2007/2008⁸².

In merito al settore dei fondi di investimento, invece, si è posta l'attenzione normativa sull'evitare la diffusione di tali entità a NAV costante.

Nel 2009, il governo italiano ha emesso i cosiddetti "Tremonti Bond"⁸³, ossia titoli privi di diritti di voto sottoposti a vigilanza delle banche. Tali strumenti volevano essere un mezzo per sostenere gli istituti di credito e rafforzare i patrimoni bancari, tuttavia, nessuna banca se ne servì.

Su questa falsa riga, nel 2012, nacquero i "Monti Bond", limitati alla banca Monte dei Paschi di Siena, al fine di andare incontro all'aumento di capitale richiesto dall'Autorità Bancaria Europea.

Successivamente alla crisi del 2007, comunque, diverse normative vennero aggiornate, modificate o indurite, le competenze degli intermediari finanziari furono modificate, l'ufficio italiano cambi venne soppresso e la Banca d'Italia ne ha acquisito compiti e ruolo (D. Lgs 231/2007).

I controlli vennero intensificati e si lavorò per aumentare la trasparenza verso i clienti degli intermediari, anche non bancari (D. Lgs 141/2010)⁸⁴.

L'approccio utilizzato nel nostro Paese resta comunque unico, e di esempio, a livello internazionale.

Questo in quanto, ai principi di vigilanza esposti, si sono unite sia un'attenta attività ispettiva sia la presenza di soggetti come i Confidi, la Cassa Depositi e Prestiti e il Fondo Centrale di Garanzia⁸⁵.

Tali figure rivestono un ruolo di grande rilievo nel quadro in esame con riferimento alla stabilità finanziaria, in quanto consentono un accesso al credito a condizioni favorevoli.

Nello specifico, i Confidi, o Consorzi di garanzia del credito (*Loan Guarantee Consortiums* – LGC), svolgono attività di prestazione di garanzie per agevolare le

82 Barbagallo C., "Lo shadow banking e la regolamentazione italiana", NIFA – New International Finance Association World Finance Forum 2015, "La rinascita economica e finanziaria in Europa e in Italia", Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 5 marzo 2015

83 Brescia Morra C., "Il diritto delle banche", 2° edizione, Il Mulino, Bologna, 2016

84 Pluchino F., "Dalla banca di fatto alla banca fantasma: lo shadow banking system", Cacucci Editore, 2014

85 Gola C., Burrone M., Columba F., Ilari A., Nuzzo G., Panzarino O., "Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework", Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 372, pp. 25-26, febbraio 2017

piccole e medie imprese nell'accesso ai finanziamenti, a breve medio e lungo termine, destinati alle attività economiche e produttive.

La Cassa Depositi e Prestiti, la cui solvibilità è garantita dallo Stato italiano, ha invece l'obiettivo di sostenere la crescita delle imprese italiane, di aiutarle nel processo di internazionalizzazione – attraverso fondi di *venture capital* – e di sostenerle negli investimenti a lungo termine in aree come quella finanziaria o immobiliare.

Infine, il Fondo Centrale di Garanzia (FCG) è un fondo pubblico volto ad agevolare l'accesso al credito bancario da parte delle imprese, tramite garanzie pubbliche.

Rispetto ad altri tipi di programmi, l'FCG consente agli enti pubblici di aumentare il finanziamento bancario al settore privato utilizzando minori risorse. Attraverso tale schema, in caso di inadempimento del debitore, l'istituto di finanziamento può chiedere che l'FCG adempia al proprio obbligo. Nel caso in cui la garanzia venga fornita dal Fondo Centrale di Garanzia, similmente a quanto avviene con SACE e ISMEA⁸⁶, le banche tradizionali beneficiano inoltre della ponderazione nulla nel calcolo dei requisiti patrimoniali per il rischio di credito.

Successivamente, nel 2014, le disposizioni di vigilanza sono state aggiornate in base a *standard* più elevati a livello internazionale (in linea con quanto promosso dal Comitato di Basilea) riguardo lo *shadow banking* e i principi contabili.

La riforma del titolo V del TUB ha poi previsto la raccolta in un unico albo di tutte le società finanziarie ed ha irrigidito i requisiti di accesso al mercato, rafforzando poi i poteri di vigilanza e controllo delle autorità.

Il risultato finale di questi interventi normativi è costituito quindi da un sistema di supervisione degli intermediari finanziari, complementare in toto rispetto a quella effettuata da EBA e dall'SSM per il sistema bancario.

Un'ulteriore contributo fornito dalla Banca d'Italia, assieme al MEF e alla Consob, ha riguardato lo sviluppo in Europa di fondi per investimenti di lungo periodo, denominati ELTIF, *European Long-Term Investment Funds*⁸⁷.

Si tratta essenzialmente di fondi di natura chiusa che aiutano a sostenere il substrato di aziende di dimensioni minori, tipiche del tessuto imprenditoriale italiano.

⁸⁶ SACE è l'agenzia italiana per il credito all'esportazione, ISMEA è un ente pubblico specializzato nella prestazione di servizi e garanzie finanziarie alle aziende agricole.

⁸⁷ Barbagallo C., “*Lo shadow banking e la regolamentazione italiana*”, NIFA – New International Finance Association World Finance Forum 2015, “La rinascita economica e finanziaria in Europa e in Italia”, Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 5 marzo 2015

Tuttavia, gli investitori privati non sono gli unici destinatari di questa tipologia di prodotti, rivolti anche alla categoria degli istituzionali.

Ad ogni modo, rimane il merito degli ELTIF di offrire la possibilità al pubblico degli investitori *retail* di accedere ad investimenti solitamente abordabili soltanto dalla categoria degli investitori istituzionali.

Tali fondi possono essere di diverso genere e investire in crediti originati da altri soggetti, se *participation funds*, o erogare credito direttamente, se *origination funds*.

Naturalmente, essi sono soggetti a regole ben precise riguardo la composizione e la diversificazione dei portafogli e dei limiti di rimborso delle quote.

Di fatto, da ciò può evincersi con precisione che il ricorso a soggetti del Sistema Bancario Ombra sia un'alternativa valida al sistema bancario tradizionale, sempre che venga fatto con moderazione ponderando adeguatamente il livello di rischio.

Nonostante tutte le iniziative e gli sforzi sostenuti, la scarsa crescita economica rimane un problema attuale e la qualità del credito, nonché il livello di reddito delle banche, sebbene in ripresa, rimangono ancora sotto i livelli auspicabili.

Ciò fa sì che le piccole e medie imprese faticino ancora ad avere accesso al credito e che le grandi imprese non riescano a decollare o riacquisire competitività in campo internazionale.

Conclusione

All'indomani della profonda crisi economico-finanziaria del 2007/2008, la comunità internazionale ha rivolto grande attenzione al fenomeno dello *Shadow Banking System*.

L'impatto di tale sistema sulla stabilità finanziaria mondiale è stato terrificante.

Tuttavia, l'esperienza traumatica della crisi ha lasciato alla comunità internazionale un insieme di conoscenze fondamentali per le successive generazioni.

Alla base di tali conoscenze vi era la necessità di una regolamentazione specifica del sistema finanziario, soprattutto per via della globalizzazione dei mercati, sempre più esposti al rischio di un contagio sistemico.

L'ascesa di un sistema bancario parallelo a quello tradizionale – favorita oltre che dalla globalizzazione dei mercati finanziari, anche dal grande processo di deregolamentazione e dall'innovazione tecnologica avvenuti a cavallo degli anni '80 – ha rappresentato una grande opportunità per il pubblico degli investitori e una risorsa per l'economia in generale.

La possibilità per gli operatori di investire in strumenti finanziari *market-based* alternativi ai più tradizionali depositi bancari, la maggiore specializzazione delle entità *shadow* e il ridotto raggio d'azione della regolamentazione, hanno condotto ad una crescita continua dello *Shadow Banking System*, che, soltanto nella sua accezione più pura (*narrow measure*), registra attualmente un valore delle attività pari a 52 trilioni di dollari, circa il 13.7% del totale delle attività mondiali.

A fronte dei benefici apportati all'intero sistema finanziario dallo SBS, sono state proprio le attività rischiose, come la *securitization* e la *collateral intermediation*, realizzate dalle entità *shadow*, a generare problemi per la stabilità finanziaria.

In particolare, i rischi principali connessi all'intermediazione creditizia dello SBS, quali un'elevata trasformazione di scadenze e/o di liquidità, l'uso eccessivo della leva finanziaria e la forte interconnessione con il sistema bancario tradizionale, hanno richiesto un urgente intervento normativo a livello globale, allo scopo di contrastare tal fenomeno.

La disomogeneità e, talvolta, l'assenza di regolamentazione a livello internazionale relativa alle entità *shadow*, hanno indotto nel dicembre 2010 il *Financial Stability Board* (FSB) a costituire una *task-force* con il compito di raccogliere dati sul fenomeno,

con specifico riferimento alle statistiche ufficiali delle differenti giurisdizioni.

L'obiettivo di fondo dell'operato dell'FSB attraverso il *report* annuale, è quello di definire con precisione il Sistema Bancario Ombra, ponendo particolare attenzione al ruolo svolto dallo stesso all'interno dei mercati dei capitali, delineare approcci volti ad un monitoraggio efficace dello SBS e preparare misure di regolamentazione per affrontare il rischio sistemico e l'arbitraggio normativo.

In una prospettiva dinamica, inoltre, l'FSB si occupa anche di monitorare attentamente i nuovi *trend* relativi al fenomeno, per via delle particolari forme che esso può assumere.

Un esempio a tal proposito è rappresentato dal cosiddetto credito *FinTech*, oggetto di analisi dettagliate a causa della mancanza dell'accesso a reti di salvataggio pubbliche e dei limiti strutturali di un business non diversificato, il che rende questo nuovo *trend* maggiormente vulnerabile al ritiro degli investitori.

Anche a livello europeo si è provveduto a fronteggiare tale fenomeno.

L'Unione Europea, in particolare grazie all'operato della Commissione, in seguito alla crisi ha iniziato a ricercare delle soluzioni normative adatte sia per ridurre il rischio dello SBS, sia per evitare che tale rischio possa spostarsi verso la sfera regolamentata.

Nell'ambito della riforma post- crisi del sistema finanziario mondiale, anche l'Italia ha contribuito attivamente, adottando misure volte a restringere il raggio d'azione delle entità *shadow*.

Dunque, grazie al notevole lavoro svolto dalle autorità di vigilanza delle diverse giurisdizioni, il fenomeno dello SBS risulta ad oggi costantemente monitorato e circoscritto rispetto agli anni precedenti, anche se continua a destare preoccupazioni.

La regolamentazione internazionale dello SBS è ancora in corso, sempre al fine di ridurre il più possibile i rischi sistemici senza tuttavia eliminare i possibili benefici derivanti da quest'ultimo.

In conclusione, il focus sulla regolamentazione dello *Shadow Banking System* riflette senz'altro un'estrema attenzione della comunità internazionale riguardo la stabilità finanziaria, al fine di evitare che episodi come la grande crisi del 2007/2008 possano verificarsi nuovamente.

Bibliografia

- Adrian T., Ashcraft A.B., Cetorelli N., “*Shadow Bank Monitoring*”, in Federal Reserve Bank of New York, Staff reports, n. 638, New York, settembre 2013.
- Adrian T., Boesky M., Pozsar Z., “*Shadow Banking*”, Federal Reserve Bank of New York, Staff report n. 458, New York, luglio 2010.
- Agostino F., “*Lo shadow banking system. Il sistema collaterale tra rischi e opportunità*”, Eurocomunicazione, 5 aprile 2015.
- Agresti A., “*Istituzioni e iniziative giuridiche sul sistema bancario ombra in una prospettiva europea. Alcune considerazioni*”, marzo 2014.
- Alemanni B., Anolli M., Cornett M.M., Saunders A., “*Economia degli intermediari finanziari*”, Mc-GrawHill Education, quarta edizione, Milano, 2015.
- Attanasio F. P., Fragliasso I., Giasi F., Manfredonia F., “*ABS come possibile strumento di investimento per ottimizzare il profilo di rischio-rendimento del Balance-Sheet*”, IPE Working Paper, n.10, IPE Business School, Napoli, 24 novembre 2016.
- Barbagallo C., “*Lo shadow banking e la regolamentazione italiana*”, NIFA – New International Finance Association World Finance Forum 2015, “La rinascita economica e finanziaria in Europa e in Italia”, Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d’Italia, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 5 marzo 2015.
- Barbarino F., “*Leverage Hedge funds and risk*”, Nepc, 2009.
- Baur B., Wackerbeck P., “*Into the shadows: How regulation fuels the growth of the shadow banking sector and how banks need to react*”, The European Financial Review, 19 giugno 2013.
- BCBS, “*Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*”, giugno 2011.
- BCBS, “*Guidelines Identification and management of step-in risk*”, ottobre 2017.

- Bini Smaghi L., *“La crisi finanziaria: sfide e risposte”*, BCE, Firenze, 16 ottobre 2009.
- Brescia Morra C., *“Il diritto delle banche”*, 2° edizione, Il Mulino, Bologna, 2016.
- Cellino M., *“L’«ombra» dello shadow banking si allunga sulla stabilità del sistema finanziario”*, Il Sole 24 Ore, 5 febbraio 2019.
- Claessens S., Frost J., Turner G., Zhu F., *“I mercati del credito fintech nel mondo: dimensioni, determinanti e questioni relative alle politiche”*, Rassegna trimestrale BRI, settembre 2018.
- Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M., *“Shadow Banking: Economics and Policy”*, IMF Staff Discussion Note, IMF, 4 dicembre 2012.
- De Angelis S., Oriani M., *“La securitization dei crediti bancari”*, 2000.
- De Biasi P.L., *“Le prime soluzioni alternative al finanziamento tramite le banche commerciali: shadow banking e P2P”*, Mercati e Banche nella Crisi: regole di concorrenza e aiuti di Stato, Ed. Scientifica, Roma, 2012.
- European Commission, *“Green Paper – Shadow Banking”*, Bruxelles, 19 marzo 2012.
- European Commission, *“Il sistema bancario ombra: affrontare le nuove fonti di rischio nel settore finanziario”*, COM(2013) 614 final, Bruxelles, 2013.
- Forestieri G., *“Corporate & Investment Banking”*, quarta edizione, Egea, Milano, 2018
- FSB, *“Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation”*, Basilea, 27 ottobre 2011.
- FSB, *“Global Shadow Banking Monitoring Report 2012”*, novembre 2012.
- FSB, *“Global Shadow Banking Monitoring Report 2016”*, 10 maggio 2017.
- FSB, *“Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance – Re-hypothecation and collateral re-use: Potential financial stability issues, market evolution and regulatory approaches”*, 25 gennaio 2017.
- FSB, *“Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018”*, 4 febbraio 2019.
- Giannotto C., *“La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione”*, Franco Angeli Editore, Milano, 2004.

- Gola C., Burrioni M., Columba F., Ilari A., Nuzzo G., Panzarino O., “ *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*”, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 372, febbraio 2017.
- Gorton G., Metrick A., “Regulating the Shadow Banking System”, Brookings Papers on Economic Activity, 2010.
- Kane E. J., “*The Inevitability of Shadowy Banking*”, Atlanta, Georgia, Presented at the Federal Reserve Bank of Atlanta, 10 aprile 2012.
- Kolassa D., “*Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF)*”, Parlamento Europeo, 2017.
- Lemma V., “*The Shadow Banking System: Creating Transparency in the Financial Markets*”, Palgrave MacMillan, 26 febbraio 2016.
- McCulley P. “*Teton Reflections*”, Global Central Bank Focus, Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole Economic Symposium, agosto/settembre 2007.
- Mottura C., “*Shadow banking e nuovi rischi sistemici: un breve commento*”, Diritto Bancario, 5 novembre 2018.
- Nersisyan Y., Randall Wary L., “*The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking*”, Levy Economics Institute, Working paper n. 587, febbraio 2010.
- Piluso F., “*Fondi hedge attivisti nel contesto dello shadow banking: Minaccia o opportunità?*”, EGEA Editore, Milano, 2013.
- Pluchino F., “*Dalla banca di fatto alla banca fantasma: lo shadow banking system*”, Cacucci Editore, 2014.
- Sansonetti A., “*Shadow Banking: le “banche ombra”, bomba ad orologeria per la finanza mondiale*”, ADUSBEP Veneto Rischio & Mercati, Londra, 2012.
- Sarkisyan A., Casu B., Clare A., Thomas S. “*Le cartolarizzazioni migliorano la performance delle banche? Alcune evidenze empiriche sulle banche commerciali statunitensi*”, Bancaria, n. 3, 2010.
- Tramontana A., “*Per una nuova Europa, premesse e prospettive per una politica economica europea*”, Franco Angeli Editore, 2010.

Sitografia

- www.ansa.it
- www.bancaditalia.it
- www.bankpedia.org
- www.bis.org
- www.borsaflash.it
- www.borsaitaliana.it
- www.consob.it
- www.dirittobancario.it
- www.ecb.europa.eu
- www.finanza.it
- www.ilsole24ore.com
- www.startingfinance.com
- www.treccani.it