



*Dipartimento di Economia e Management
Cattedra di Diritto Pubblico dell'Economia*

Brexit: le ricadute sul settore bancario

RELATORE

Prof. Illa Sabbatelli

CANDIDATO Filippo Mitchell Cox
Matr. 202541

ANNO ACCADEMICO 2017 / 2018

Sommario

Introduzione.....	3
1. La Brexit	5
1.1 Che cosa è la Brexit	5
1.2 Modelli alternativi di <i>membership</i>	9
1.3 Conseguenze per il Regno Unito	13
1.4 Conseguenze per l'Europa	21
1.5 Conseguenze per il resto del mondo	23
2. La Brexit e le banche	27
2.1 Le banche nel Regno Unito	27
2.2 Cosa cambia per le banche	33
2.3 Le riforme attuate dalle banche	37
2.4 Conseguenze per l'Europa	47
3. European Banking Union	49
3.1 Trasferimento dell'EBA	50
3.2 Stress test.....	53
3.3 Possibili soluzioni	57
Bibliografia	59

Introduzione

Nel giugno del 2016 è avvenuto un evento unico nel suo genere che ha sconvolto l'Unione Europea (UE) dal punto di vista economico e politico: il Regno Unito ha deciso, tramite un Referendum popolare, di uscire dall'UE. Quest'ultima nacque nel 1992 quando a Maastricht, i paesi allora membri della Comunità Economica Europea (CEE), tra cui Italia, Spagna, Regno Unito, Germania, Lussemburgo e Belgio, firmarono i famosi trattati che presero il nome dall'omonima cittadina olandese. Con questi si decise di trasformare la CEE in UE con lo scopo di perseguire l'unione politica, economica e monetaria. Questa fu creata nel 1957, con i trattati di Roma, dai Paesi che facevano già parte dell'ancor più vecchia Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio (CECA): Italia, Germania, Francia, Lussemburgo, Paesi Bassi e Belgio. Questi Paesi si prefiggevano, attraverso la creazione del Mercato Comune, la libera circolazione delle merci, dei lavoratori, dei capitali e dei servizi e l'abolizione di dazi doganali e di restrizioni quantitative agli scambi. Dal momento della sua creazione molti sono stati i Paesi che hanno deciso di aderirvi. In particolare, nel 1973 la UK uscì dall'Associazione europea di libero scambio (EFTA) per aderire alla CEE. Questo processo di adesioni si è concluso nel 2013 con l'ingresso della Croazia, per un totale di 28 Paesi membri.

In questo lavoro si analizzeranno, quindi, le possibili conseguenze che l'uscita della UK avrà sull'economia europea e britannica. Più nel dettaglio nel primo capitolo si farà un'introduzione su cosa è la Brexit, quali sono le sue problematiche più importanti a livello politico e su come essa influenzerà a livello macroeconomico i vari Paesi. Nel secondo capitolo invece, si tratterà degli aspetti riguardanti il settore bancario e quindi tutti i cambiamenti che lo riguarderanno, concentrandosi poi su tutti i provvedimenti che verranno presi dalle banche interessate. Infine, nel terzo capitolo si approfondiranno due aspetti concernenti la *European Banking Authority*: il trasferimento della sua sede e lo *stress test* che l'autorità ha annunciato per il 2018.

1. La Brexit

1.1 Che cosa è la Brexit

Il 23 giugno del 2016 i cittadini Britannici sono stati chiamati a votare un referendum consultivo destinato a provocare grandi cambiamenti nel panorama socioeconomico dell'Europa. Tale referendum ha riguardato l'attuazione della "Brexit", ovvero l'uscita della UK dall'UE. Il 29 marzo 2017, dopo il risultato favorevole alla Brexit e previa autorizzazione da parte del Parlamento britannico, il Primo Ministro inglese Theresa May, ha richiesto l'attivazione della clausola di recesso prevista dall'articolo 50 del Trattato di Lisbona, mediante una lettera consegnata dall'ambasciatore britannico nell'UE al Presidente del Consiglio Europeo, Donald Tusk. L'articolo recita al primo comma: "Ogni Stato membro può decidere, conformemente alle proprie norme costituzionali, di recedere dall'Unione Europea", dando per tal via la possibilità a ogni Paese Membro di concludere la propria permanenza all'interno dell'Unione mediante il conseguimento di un iter di accordi e negoziazioni, previsti e regolati dall'articolo stesso; iter che dovrà concludersi entro due anni (29 marzo 2019) con la possibilità di proroga –

prevista dal terzo comma¹ - nel caso in cui non si riesca a raggiungere un accordo. All'indomani della notifica del recesso da parte della UK e in conformità con il secondo comma dello stesso articolo, il vertice composto dai leader dei restanti 27 paesi dell'Unione si è riunito con lo scopo di definire le "linee guida"² sul rapporto futuro con Londra. Le possibili conclusioni sono due: la prima, chiamata *Hard Brexit*, vedrà il distacco totale tra UK e UE e l'uscita della prima dal mercato unico con una conseguente definizione di un accordo commerciale regolato dalla *World Trade Organization* (WTO), come accade tra UE e Stati Uniti, e UE e Giappone; la seconda, chiamata *Soft Brexit*, vedrà il Regno Unito oggetto di un accordo simile a quello raggiunto con la Norvegia, con la possibilità per il Paese di rimanere all'interno del mercato unico. Forte sostenitore della prima ipotesi è Liam Fox, *Secretary of State for International Trade*, il quale, in un breve discorso a Manchester afferma: "La UK è già un pieno e fondante membro della WTO...Abbiamo già il nostro programma condiviso con il resto della UE. Questo avvia il nostro impegno nel sistema del commercio

¹ "I Trattati smetteranno di essere applicati allo Stato in questione dalla data di entrata in vigore dell'accordo sul ritiro o, in sua mancanza, due anni dopo la notifica di cui al punto 2, a meno che il Consiglio europeo, in accordo con lo Stato membro interessato, decida all'unanimità di estendere questo periodo".

² Nel documento si traccia il perimetro entro il quale si potrà muovere il rapporto futuro tra il blocco europeo e Londra, e cioè, quello di un rapporto di libero scambio. Inoltre, i 27 paesi dell'Unione ribadiscono i loro paletti: le quattro libertà, l'autonomia totale di decisione dei 27 e l'integrità del mercato unico.

internazionale. La UK continuerà a sostenere questi impegni anche quando lascerà l'Unione Europea"³. Della stessa idea è Markus Kerber del German BDI group che afferma: "È meglio avere una *Hard Brexit* che funziona piuttosto che avere un qualcosa di indeciso che o dovrà essere continuamente rinegoziata o che non funziona politicamente e che quindi aumenterà il grado di incertezza"⁴. Comunque, a prescindere da come si concluderanno le negoziazioni, ciò che si cercherà di salvaguardare sarà l'integrità del "mercato unico" e le imprese che agiscono in un contesto internazionale. Per quanto riguarda il primo aspetto, le "linee guida" affermano al settimo punto⁵: "Un paese che non è membro dell'Unione e non rispetta i medesimi obblighi di un membro non può avere gli stessi diritti e godere degli stessi vantaggi di un membro". Per quanto riguarda il secondo aspetto, invece, i negoziati dovranno prevedere delle forme di tutela per imprese operanti non soltanto in un Paese, ma in diversi Paesi membri ed in Gran Bretagna, e per quelle che "hanno contratti e accordi commerciali o che prendono parte a programmi finanziati dall'unione nel presupposto che il Regno Unito sarebbe rimasto nella relativa

³ Discorso tenuto da Liam Fox alla Manchester Town Hall, 29 September 2016.

⁴ Intervista alla [BBC Radio 4, 8 ottobre 2016](#)

⁵ "In this context, the European Council reiterates in particular that any agreement with the United Kingdom will have to be based on a balance of rights and obligations, and ensure a level playing field. A non-member of the Union, that does not live up to the same obligations as a member, cannot have the same rights and enjoy the same benefits as a member".

compagine”⁶; questo con lo scopo di attutire al massimo gli effetti negativi che la Brexit potrà avere su di esse.

Un importante elemento che dovrà essere seguito con cautela è quello della chiarezza per quanto riguarda gli effetti giuridici immediati che la Brexit avrà su cittadini, imprese e altri soggetti interessati. Critico da questo punto di vista è il *Great Repeal Bill*⁷, considerato come uno dei più vasti processi legislativi che, come ha detto Theresa May al giornale britannico Sunday Times, farà tornare il Regno Unito un Paese sovrano e indipendente. Tale disegno di legge entrerà in vigore nel momento in cui la UK uscirà definitivamente dall’Unione e si propone di abrogare l’*European Communities Act* del 1972, che portò il Regno Unito ad entrare a far parte della Comunità Europea e che prevedeva la supremazia della legislazione europea su quella britannica. Quello che si propone il *EU Withdrawal Bill*, come viene anche chiamato, è di avere una transizione legislativa quanto più facile possibile, perché con l’annullamento dell’atto del 1972 circa 19000 leggi di derivazione comunitaria presenti nella legislazione britannica verranno cancellate creando un “buco nero” nella stessa. La soluzione che è stata individuata consiste nel trasformare la maggior parte di queste leggi europee in leggi

⁶ CAPRIGLIONE F., IBRIDO R., *La Brexit tra Finanza e Politica*, CEDAM, 2017

⁷ Proposta di legge presentata al parlamento dal Segretario di Stato per l’uscita dall’Unione europea nel marzo 2017 (Legislating for the United Kingdom’s withdrawal from the European Union del Department for Exiting the European Union).

britanniche in modo tale da attenuare l'effetto di questo vuoto. Un altro aspetto importante è che con questo disegno di legge si porrà fine alla giurisdizione della Corte di Giustizia della UE all'interno del Regno Unito, lasciandole un ruolo residuale in casi in cui bisogna interpretare norme in base al diritto comunitario.

I negoziati cominciati nell'aprile 2017 dovranno, se tutto procederà secondo i piani, essere conclusi entro il mese di ottobre 2018 per dare poi la possibilità al Parlamento e al Consiglio Europeo di accettare l'accordo prima della scadenza ultima del marzo 2019.

1.2 Modelli alternativi di *membership*

Uno degli aspetti più controversi che caratterizza la Brexit verte sulla possibilità di consentire al Regno Unito di stipulare un accordo commerciale particolare: o secondo le modalità seguite per Norvegia, Islanda e Lichtenstein, membri dell'Associazione Europea del Libero Scambio (EFTA), con cui si dà accesso al Mercato Unico, oppure come è già avvenuto per la Svizzera, con cui l'Unione ha concluso un centinaio di accordi bilaterali che vengono continuamente rivisti ed aggiornati. I primi tre Paesi sopracitati fanno parte dello Spazio Economico Europeo (EEA), nato nel 2 maggio del 1992 con un accordo siglato a Porto e che entrò ufficialmente in vigore il 1° gennaio 1994. Nel corso di

questo ventennio i paesi dell'EEA hanno potuto godere dei vantaggi del mercato unico, pur rimanendo fuori dall'Unione doganale europea. L'adozione del "modello alla Norvegese", come viene informalmente chiamato, potrebbe favorire la transizione del Regno Unito al di fuori dell'Unione e attutire il colpo per il settore finanziario britannico. Come scrive John Armour, professore di legge presso l'Università di Oxford, in uno studio⁸ pubblicato pochi mesi fa, "questa opzione comporterebbe un basso rischio di perdite per la City, in quanto consentirebbe alle imprese finanziarie con sede a Londra di continuare a contare sui diritti di passaporto bancario"⁹. Di un accordo del genere se ne avvantaggerebbero vari soggetti:

1. le imprese che operano sia in UK sia in altri paesi europei, come l'Italia. Come mostra, infatti, il grafico 1 (vedi grafico che segue), nel 2015 l'Italia ha esportato nel Regno Unito beni per un valore di circa 21 miliardi di euro, pari quindi al 5,5% delle esportazioni totali, e ha raggiunto un traguardo ulteriore nel 2016, esportando beni per un valore di 33,5 miliardi di euro dimostrando quindi come tale valore sia destinato a crescere.

⁸ ARMOUR J, *Brexit and Financial Services*, Forthcoming, Oxford Review of Economic Policy (Brexit Special Issue), 2017.

⁹ cfr. infra cap. 2

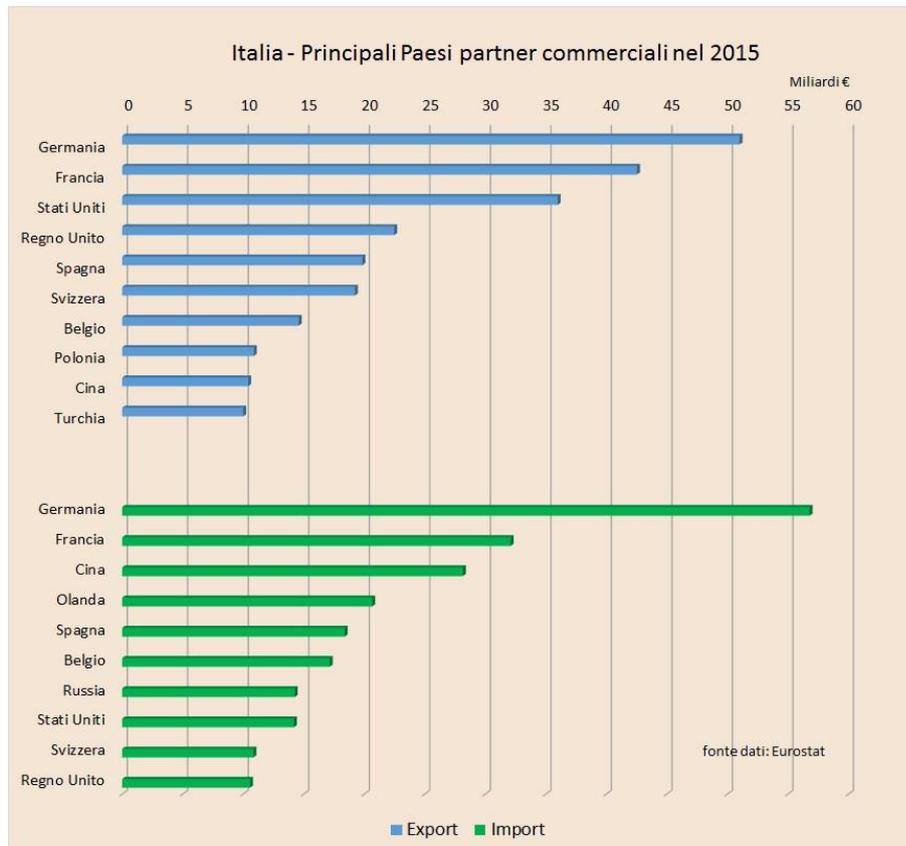


Grafico 1

Fonte grafico 1: <http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2016/04/14/ottimo-il-2015-per-gli-scambi-commerciali-italiani-nonostante-il-triennio-horribilis/>

2. La UK, in quanto non dovrà preoccuparsi di porre dazi doganali stringenti ai suoi confini.
3. l'Unione Europea, la quale potrà applicare in futuro lo stesso iter burocratico che è stato seguito per il Regno Unito.

4. le istituzioni europee, in quanto Londra rimarrebbe il centro finanziario dell'Unione.

Per quanto riguarda invece il “modello svizzero”, molti economisti anti-EU si sono convinti del fatto che tale modello offre molti vantaggi per i paesi che potrebbero decidere di uscire dall'Europa in quanto offre la possibilità di creare accordi commerciali specifici con paesi esterni l'UE e rimanere padroni delle proprie frontiere. Uno fra tutti Boris Johnson, l'ex sindaco di Londra, il quale afferma: “Voglio creare una Britzerland”¹⁰, cioè andare ad applicare un modello basato su degli accordi bilaterali alla UK. In realtà, tale modello non si presta molto al tipo di economia che caratterizza il Regno Unito; alla luce della circostanza per la quale il settore più sviluppato è quello finanziario e il vantaggio è dato dal fatto che le banche e altre istituzioni finanziarie possono accedere al mercato europeo trovandosi in uno dei centri finanziari più importanti del mondo. In caso di attuazione di questo modello, la UK dovrebbe delocalizzare in altri paesi europei le sue attività, in quanto

¹⁰Al sito: <https://www.weltwoche.ch/ausgaben/2012-51/artikel/ich-will-ein-britzerland-schaffen-die-weltwoche-ausgabe-512012.html>

l'Unione Europea non ha mai concesso alla Svizzera la possibilità di accedere al mercato europeo.

1.3 Conseguenze per il Regno Unito

Passiamo ora ad analizzare quali sono state e quali saranno le conseguenze immediate della Brexit per l'economia del Regno Unito. Il primo effetto causato dalla Brexit è stato sicuramente un forte aumento dell'inflazione della sterlina che, come mostra il grafico 2 (vedi di seguito), è partita da un livello di 0.5 punti percentuali per arrivare a quasi 3 punti percentuali solo un anno dopo. Adesso essa è diminuita da quel 2.9% del giugno 2017, ma rimane comunque alta (2.5%)¹¹.

¹¹ Al sito: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/inflation>

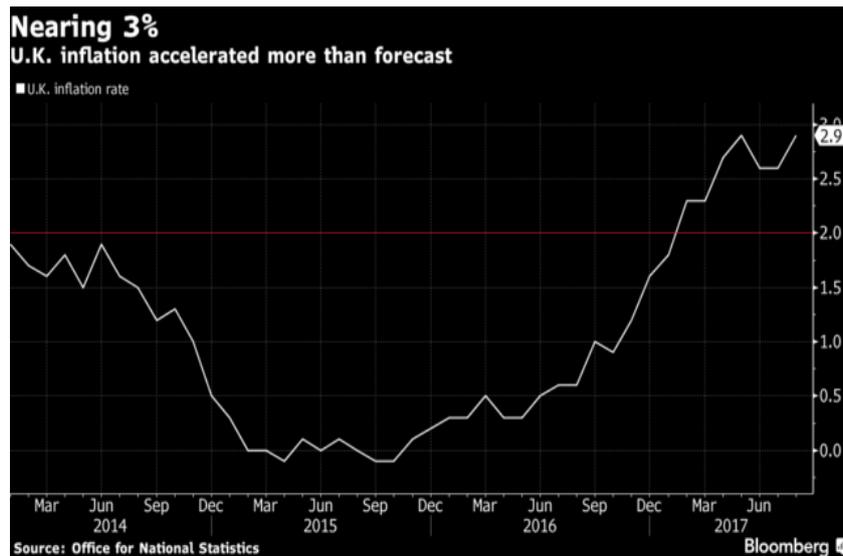


Grafico 2

Fonte grafico 2: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-09-12/u-k-inflation-accelerates-more-than-forecast-to-reach-2-9>

La conseguenza di questo fenomeno inflazionistico può essere riscontrata nel livello generale dei prezzi dei beni venduti nel Regno Unito, che è notevolmente aumentato. Tra i prezzi dei vari beni si può fare l'esempio di quelli per l'acquisto di vestiti e scarpe, che è il più alto da più di 20 anni, come mostra il grafico 3 (vedi di seguito).



Grafico 3

Fonte grafico 3: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-09-12/u-k-inflation-accelerates-more-than-forecast-to-reach-2-9>

Un'altra conseguenza può essere ricollegata all'appartenenza del Regno Unito all'Unione Europea. Infatti, come è noto, due degli obiettivi principali dell'Unione sono la riduzione dei costi di scambio e la riduzione, mediante la creazione del "mercato unico" di tutte quelle barriere non tariffarie che vanno ad aumentare le riferite voci. Esempi di queste barriere sono i controlli alle frontiere, le norme riguardanti il controllo dell'origine dei prodotti e le differenze di regolamentazione fra i paesi per quanto riguarda la sicurezza dei prodotti stessi. Ovviamente, l'effetto principale della riduzione di tutti questi elementi è stato un repentino aumento degli scambi tra UK e UE. Basti pensare che nel 2014 gli altri paesi membri della *European Economic Community* (EEC) rappresentavano circa il 45% delle

esportazioni britanniche e circa il 53% delle importazioni. Quindi l'uscita dall'Unione comporterebbe un aumento dei costi di scambio proprio per un aumento sia delle tariffe applicate sugli scambi, sia per le barriere non tariffarie.

È interessante un lavoro svolto dalla *London School of Economics*¹², che cerca di simulare gli effetti della Brexit andando a considerare due possibili diversi scenari derivanti dall'incertezza riguardo il futuro degli accordi commerciali fra UK e UE: il primo scenario è più ottimistico e rappresenta l'ipotesi l'UK stipulasse un accordo simile a quello Norvegese; il secondo invece, più pessimistico, ipotizza il caso in cui non si riuscisse a trovare un accordo specifico tra UK e UE, con la conseguente applicazione delle regole della *World Trade Organization* che, a causa del minor capacità di ottenere riduzioni delle barriere non tariffarie rispetto alla UE, prevedono delle tariffe superiori¹³. Per quanto riguarda le barriere non tariffarie si assume nello scenario ottimistico che gli scambi tra UK e UE sono soggette ad un quarto delle barriere non tariffarie

¹²Al sito: http://eprints.lse.ac.uk/66144/1/_lse.ac.uk_storage_LIBRARY_Secondary_libfile_shared_repository_Content_LSE%20BrexitVote%20blog_brexit02.pdf

¹³ Nel caso specifico verrebbe applicata la cosiddetta *Most Favoured Nation* (MFN) *tariff*. Un procedimento applicato ai Paesi membri della WTO secondo cui non si possono applicare ai beni provenienti da un altro Paese tariffe meno vantaggiose di quelle già applicate dallo stesso ad altri.

a cui sono soggetti gli scambi tra gli Stati Uniti e la UE. Nello scenario pessimistico invece ipotizziamo un aumento maggiore di tre quarti di queste barriere. Questo implica che le barriere non tariffarie aumenteranno del 2% nello scenario ottimistico e del 6% in quello pessimistico. Infine, viene considerato anche la circostanza per cui la UK, uscendo dall'Unione, non godrà degli accordi commerciali che quest'ultima farà nel futuro, con la conseguenza che i costi di scambio per l'Europa diminuiranno del 20% più velocemente che nel resto del mondo, nello scenario ottimistico, e del 40% nello scenario pessimistico. Nel primo caso, le barriere non tariffarie scenderanno del 5.7%, mentre nel secondo caso scenderanno del 12.8%. Un altro aspetto significativo è l'obbligo per il Regno Unito come membro dell'Unione di versare a questa un contributo che è stato stimato essere circa del 0.53% del reddito nazionale. L'uscita potrebbe, quindi, porre fine al versamento di questo contributo. Anche se ciò non è necessariamente vero dal momento che la Norvegia continua a dover pagare un contributo che è circa l'83% di quello che deve attualmente pagare la UK.

La tabella 1 illustra i risultati di questo studio (vedi la tabella seguente).

Table 1: The effects of Brexit on UK living standards		
	Optimistic	Pessimistic
Trade effects	-1.37%	-2.92%
Fiscal benefit	0.09%	0.31%
Total change in income per capita	-1.28%	-2.61%
Income change per household	-£850	-£1,700

Tabella 1

Fonte tabella 1:

http://eprints.lse.ac.uk/66144/1/lse.ac.uk_storage_LIBRARY_Secondary_libfile_shared_repository_Content_LSE%20BrexitVote%20blog_brexit02.pdf

Come si può vedere il reddito totale diminuirebbe del 1.28% nel caso dello scenario ottimistico e del 2.61% nel caso dello scenario pessimistico; valutazione che sul piano delle concretezze economiche vuol dire che il costo della Brexit per ogni famiglia britannica sarebbe di £850 all'anno nel primo scenario e di £1700 nel secondo, risultato dovuto soprattutto all'effetto delle barriere non tariffarie che aumenterebbero i costi di scambio tra UK e UE.

Esaminiamo ora che cosa succederebbe alle importazioni e alle esportazioni del Regno Unito nel caso dell'utilizzo della procedura di *most favoured nation*.

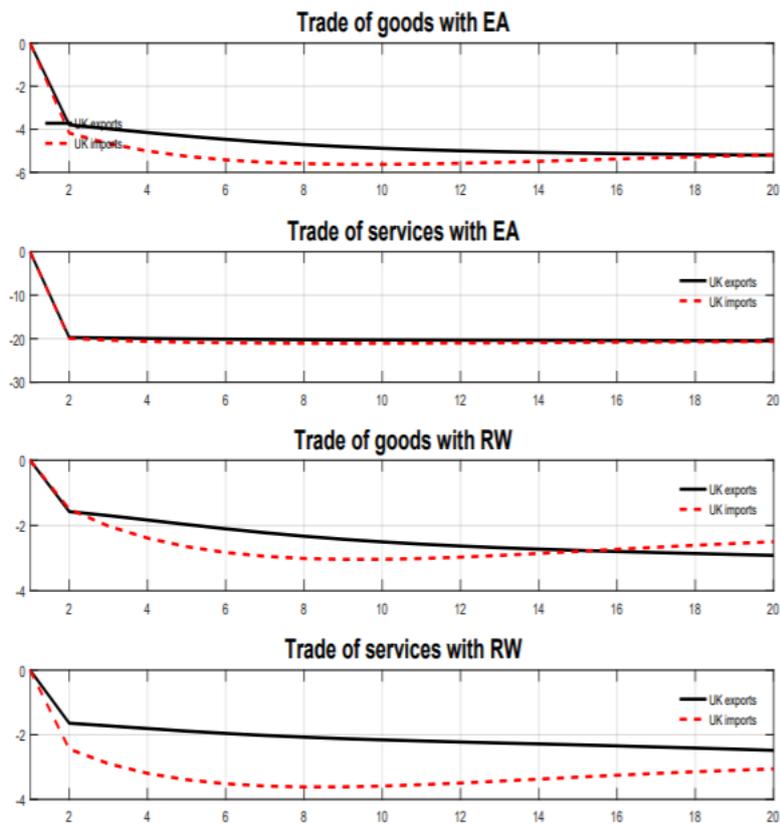


Figura 1

Fonte figura 1: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2018/2018-1163/en_tema_1163.pdf

Come mostra la Figura 1, per quanto riguarda le esportazioni, i consumatori nell'Unione Europea e del resto del mondo andrebbero a sostituire i prodotti britannici con quelli domestici. il grafico mostra infatti come nell'immediato esse registrerebbero una forte diminuzione per l'improvviso aumento delle tariffe di scambio, per poi continuare a diminuire nel lungo periodo. La diminuzione più accentuata si registrerebbe per l'esportazione dei servizi nell'Unione Europea a causa del maggiore aumento delle tariffe, mentre le esportazioni nel resto

del mondo non varierebbero in maniera rilevante. Per quanto riguarda le importazioni, il loro andamento sarebbe simile a quello delle esportazioni perché anche i consumatori britannici sostituirebbero i beni europei e provenienti dal resto del mondo con prodotti domestici, resi più convenienti dall'aumento delle tariffe di scambio.

Bloomberg ha studiato un indice, chiamato *Bloomberg Brexit Barometer*¹⁴ che, tenendo conto di vari indici riguardanti l'occupazione, l'incertezza, l'inflazione e la crescita, dà una idea di come l'economia del Regno Unito risponda al processo della Brexit riassumendo il tutto in un semplice numero. Esso varia ogni giorno e alla fine di ogni mese Bloomberg pubblica il risultato del periodo. Nell'ultimo report pubblicato (aprile 2018)¹⁵ si registra la più forte caduta dell'indice che, come mostra il grafico 4, ha raggiunto un valore di 22.7 contro un valore di 33.2 nel marzo 2017, mese in cui è stato invocato l'articolo 50 del Trattato di Lisbona.

¹⁴ www.bloomberg.com/graphics/2017-brex-it-barometer/

¹⁵ www.bloomberg.com/news/articles/2018-05-08/clouds-linger-as-u-k-economy-sours-in-april-brex-it-barometer

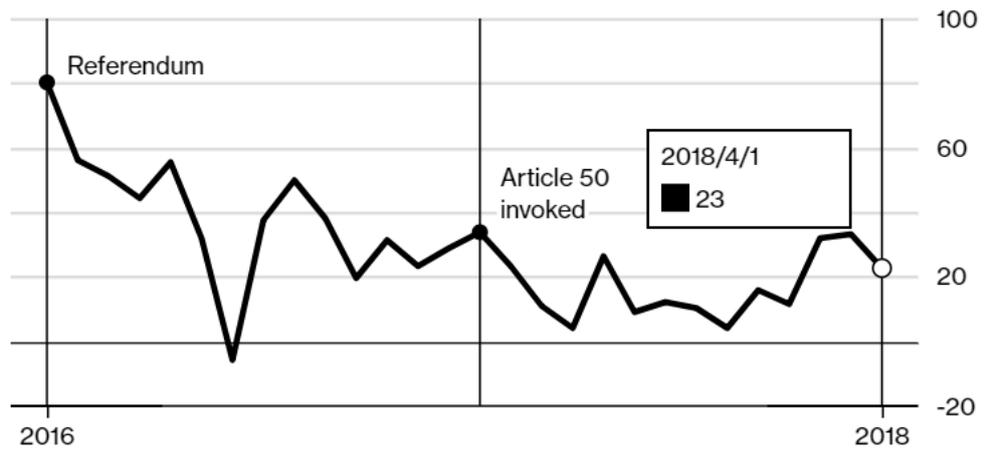


Grafico 4

Fonte grafico 4: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-05-08/clouds-linger-as-u-k-economy-sours-in-april-brex-it-barometer>

1.4 Conseguenze per l'Europa

Lo stesso effetto di riduzione degli scambi colpirà i paesi europei e ovviamente in misura più significativa quelli che hanno maggiori rapporti commerciali con UK.

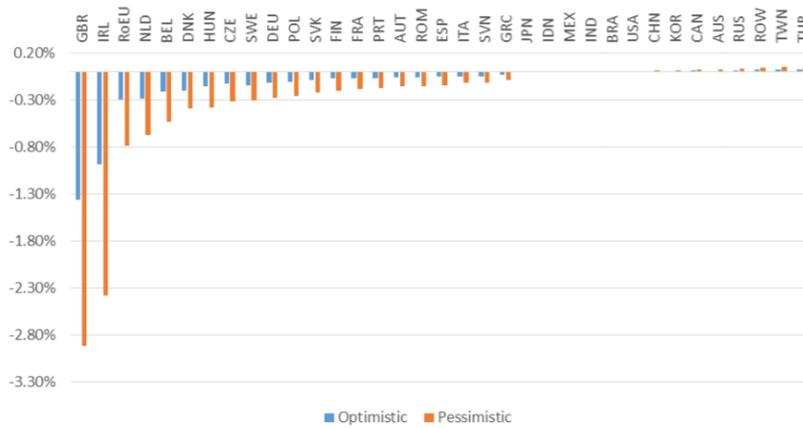


Grafico 5

Fonte grafico 5:

http://eprints.lse.ac.uk/66144/1/_lse.ac.uk_storage_LIBRARY_Secondary_libfile_s_hared_repository_Content_LSE%20BrexitVote%20blog_brexit02.pdf

Come mostra, infatti, il grafico 5 i Paesi che più ne risentiranno sono l'Irlanda, l'Olanda, il Belgio e la Danimarca che arriveranno a perdere rispettivamente l'1%, lo 0,30% e lo 0,20% del reddito *pro capite* nello scenario ottimistico e addirittura il 2,40%, lo 0,70%, lo 0,50% e lo 0,40% nello scenario pessimistico¹⁶. Quindi in questa simulazione si stima che per tutti i paesi della UE vi sarà una perdita che oscilla dai £21.000.000 ai £28.000.000 (dai €24.000.000 ai €32.000.000 circa).

Sull'argomento è intervenuta anche la Commissione europea, la quale, in uno studio pubblicato nel 2017¹⁷, prevede a partire dal

¹⁶ Cfr. supra p.6

¹⁷ AMTENBRINK F., MARKAKIS M., REPASI R., Erasmus School of Law, Erasmus University Rotterdam / European Research Centre for Economic and Financial Governance, 2017

2020 un ammanco di 10-11 miliardi di euro all'anno per il bilancio dell'UE, che se viene considerato per i prossimi 5-7 anni (periodo per la programmazione finanziaria), raggiungerà la cifra di 50-70 miliardi. Per bilanciare questa enorme perdita le strade possibili sono due: l'aumento delle entrate, ovviamente mediante l'introduzione di ulteriore tassazione, o la diminuzione delle spese. Per quanto riguarda quest'ultimo punto è stata prevista una riduzione e una revisione di due importantissimi aiuti verso l'integrazione comunitaria: i fondi di coesione¹⁸ e i fondi diretti all'agricoltura¹⁹, che costituiscono la voce maggiore nel bilancio europeo.

1.5 Conseguenze per il resto del mondo

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, una conseguenza immediata della Brexit è stato un indebolimento della *U.S. Stock Market*,

¹⁸ Il Fondo di coesione assiste gli Stati membri con un reddito nazionale lordo (RNL) pro capite inferiore al 90% della media dell'Unione europea. I suoi obiettivi sono la riduzione delle disparità economiche e sociali e la promozione dello sviluppo sostenibile. (http://ec.europa.eu/regional_policy/index.cfm/it/funding/cohesion-fund/)

¹⁹ La politica di sviluppo rurale dell'UE aiuta le zone rurali dell'Unione ad affrontare la vasta gamma di problemi economici, ambientali e sociali del XXI secolo. Spesso chiamata "il secondo pilastro" della politica agricola comune (PAC), integra il regime di pagamenti diretti agli agricoltori con misure di gestione dei mercati agricoli (il cosiddetto "primo pilastro"). La politica di sviluppo rurale condivide una serie di obiettivi con altri fondi strutturali e d'investimento europei (fondi SIE). (https://ec.europa.eu/agriculture/rural-development-2014-2020_it)

testimoniato, come mostra il grafico 6, da una caduta dell'indice Dow Jones.



Grafico 6

Fonte grafico 6: <http://www.markettiminguniversity.com/stocks-approaching-all-time-highs-in-june-2016/>

Questo indebolimento è stato causato dal fatto che in seguito alla Brexit sia l'Euro che la sterlina hanno perso valore, comportando un incremento del valore del dollaro americano e di conseguenza delle azioni delle imprese americane, che sono diventate per tal via meno vantaggiose per gli investitori europei e britannici. Inoltre, la Brexit rischia di rallentare bruscamente la crescita economica di imprese americane operanti in territorio britannico. Queste rappresentano degli importanti investitori nel territorio, con oltre \$588 miliardi investiti e un milione di dipendenti, e l'uscita della UK dall'unione gli precluderà uno degli elementi più importanti: l'accesso al mercato europeo.

Un altro paese che subirà dei cambiamenti in seguito alla Brexit è la Russia. Come è accaduto per gli Stati Uniti, una delle conseguenze è stato l'abbassamento dell'indice RTSI (*Russian Trading System Index*) di circa il 5%. Inoltre, la trasformazione delle condizioni di scambio con la UK comporterà problemi per le grandi imprese russe che utilizzano il mercato finanziario britannico per scambiare i propri titoli e per quanto riguarda uno dei beni più esportati dalla Russia: il petrolio. Molte grandi imprese utilizzano il mercato azionario britannico per vendere le proprie azioni e vi sono sospetti che molte di queste smetteranno di utilizzarlo per evitare di perdere valore. Significativo è che German Berg, direttore amministrativo di Sberbank, ha dichiarato in un'intervista rilasciata a Bloomberg che probabilmente le imprese russe perderanno un valore complessivo del 10%²⁰. Si prevede, inoltre, che, a causa dell'applicazione delle tariffe di scambio previste dalla WTO e del rallentamento delle maggiori economie mondiali, la domanda di petrolio potrebbe diminuire, con la conseguente diminuzione del suo valore del circa 6%. L'unica nota positiva sarebbe una diminuzione delle sanzioni poste dalla UE alla Russia. Invero, la UK si è sempre dimostrata forte sostenitrice delle sanzioni che dal 2014 sono state imposte a causa della crisi

²⁰ <https://www.bloomberg.com/news/videos/2016-06-21/sberbank-ceo-gref-on-brex-russia-s-gdp-bond-prices>

in Ucraina mentre, altri paesi europei, hanno dimostrato una posizione più morbida.

2. La Brexit e le banche

2.1 Le banche nel Regno Unito

Come mostra il grafico 1, nel 2017 il mercato finanziario britannico ha contribuito a produrre il 6.5% della produzione economica nazionale, circa £119 miliardi, e di questi circa la metà proviene dalla capitale, Londra, che dimostra così di essere il centro finanziario del Paese.

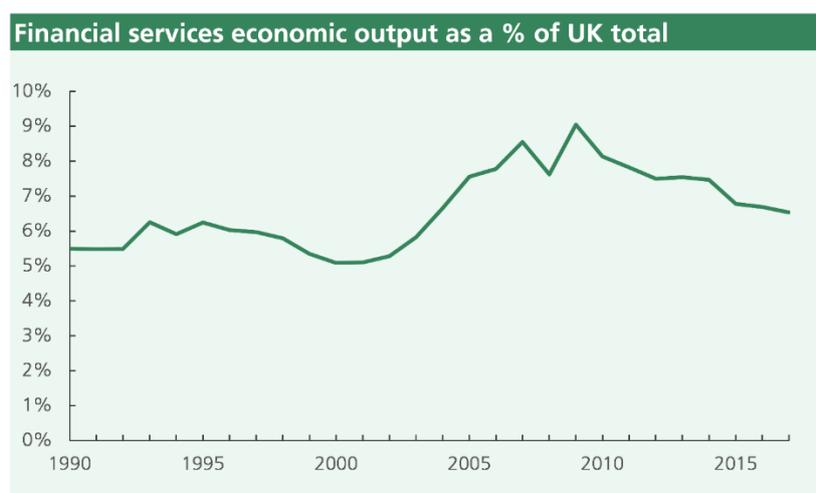


Grafico 1

Fonte grafico 1:

<http://researchbriefings.parliament.uk/ResearchBriefing/Summary/SN06193>

Nel 2016 ha raggiunto l'ottava posizione per grandezza nella *Organization for Economic Cooperation and Development*

(OECD). Essa ha offerto, inoltre, 1.1 milioni di posti di lavoro, il 3.2% di quelli offerti nella UK, ha esportato servizi per un valore di £61 miliardi e ne ha importati per un valore di £10 miliardi, ottenendo quindi un saldo positivo di £51 miliardi. Di questi servizi, il 44% sono stati esportati nella UE e il 39% di quelli importati proviene da quest'ultima.

A testimonianza del rilievo finanziario di Londra, anche dopo la decisione degli inglesi di uscire dalla UE, è interessante citare il *Global Financial Center Index* (GFCI), considerato come uno degli strumenti più importanti per comprendere l'attrattiva dei vari centri finanziari del mondo e per avere una comprensione strategica della crescita e della competitività di questi nel tempo. Questo indice viene costruito utilizzando 102 diversi fattori strumentali, tra cui il livello dei prezzi, l'indice di competitività globale, la valutazione del rischio operativo, e combinando questi fattori con delle valutazioni dei centri finanziari raccolti mediante un questionario online pubblicato sul sito internet del GFCI.

La tabella 1 mostra i risultati pubblicati nel settembre del 2017 e Londra si posiziona al primo posto, prima di New York e Hong Kong, andando a perdere soltanto due punti rispetto alla versione precedente pubblicata nel marzo 2017 (vedi di seguito).

Centre	GFCI 22		GFCI 21		Change in	
	Rank	Rating	Rank	Rating	Rank	Rating
London	1	780	1	782	0	▼2
New York	2	756	2	780	0	▼24
Hong Kong	3	744	4	755	▲1	▼11
Singapore	4	742	3	760	▼1	▼18
Tokyo	5	725	5	740	0	▼15
Shanghai	6	711	13	715	▲7	▼4
Toronto	7	710	10	719	▲3	▼9
Sydney	8	707	8	721	0	▼14
Zurich	9	704	11	718	▲2	▼14
Beijing	10	703	16	710	▲6	▼7
Frankfurt	11	701	23	698	▲12	▲3
Montreal	12	697	14	713	▲2	▼16
Melbourne	13	696	21	702	▲7	▼6
Luxembourg	14	695	18	708	▲4	▼13
Geneva	15	694	20	704	▲5	▼10

Tabella 1

Fonte tabella 1:

http://www.luxembourgforfinance.com/sites/luxembourgforfinance/files/files/GFCI22_Report.pdf

Questi grandi numeri sono dovuti sicuramente ad un ambiente, risultato di un lungo processo di deregolamentazione e di modernizzazione, altamente favorevole per tutte le banche e per tutti gli altri intermediari finanziari, nazionali e non. Tale processo è iniziato nel 1986 ad opera dell'allora primo ministro inglese Margareth Thatcher, ed è conosciuto con il nome di “*Big Bang*” del mercato finanziario. Le tre più importanti novità introdotte furono: l’abolizione delle commissioni fisse sugli scambi, l’eliminazione del sistema basato sulla “*single capacity*” (che teneva separati le figure dei *broker* e dei *jobbers*, passando quindi ad un sistema basato sulla “*dual capacity*”) e l’attribuzione della possibilità alle aziende straniere di servirsi di *broker* britannici. Queste novità ebbero molti effetti positivi sul mercato finanziario. Innanzitutto, l’abolizione delle commissioni fisse comportò un aumento della concorrenza,

l'applicazione del *dual trading* recò l'aumento degli investitori potenziali e rese i titoli azionari delle aziende più liquidi in quanto potevano essere scambiati su più mercati ed infine con la terza novità si favorì una maggiore apertura del mercato finanziario britannico alle banche internazionali. Un'altra innovazione fu l'introduzione di un sistema di scambio elettronico - basato sull'utilizzo di *computers* e telefoni - che ebbe due conseguenze importanti: la diminuzione dei costi di scambio e la scomparsa dei grossisti. In precedenza, i *brokers* si occupavano di stipulare contratti con gli investitori e i *jobbers* erano coloro che materialmente scambiavano gli strumenti finanziari, faccia a faccia. Quindi con l'introduzione degli scambi elettronici gli scambi fisici diminuirono sempre di più. Attualmente le banche, che siano esse di paesi europei o provenienti da altri continenti, trovano moltissimi vantaggi nel localizzarsi nella *City*. Per quanto riguarda infatti le banche intercontinentali, esse beneficiano di un doppio vantaggio, cioè quello di trovarsi in uno dei centri finanziari più importanti al mondo e allo stesso tempo trovarsi all'interno del mercato europeo, dando quindi la possibilità di scambiare servizi anche con gli altri paesi della UE. Per quanto riguarda le banche dei paesi europei, esse trovano giovamento dal fatto che possono operare su tutto il territorio europeo a condizioni vantaggiose. Questi vantaggi sono legati a diversi aspetti. Il primo riguarda il fatto che il numero di banche e intermediari finanziari presenti a

Londra è molto elevato e questo li rende più forti, avendo tutti gli stessi interessi da proteggere. Inoltre, il sistema legale inglese è considerato completo e chiaro, e questo offre alle banche la consapevolezza che le operazioni firmate saranno sostenute e interpretate in modi univoci. In più, vengono previsti casi di neutralità fiscale²¹ e accordi per quanto riguarda la doppia imposizione²². Infine, è importante notare un aspetto legato alla cultura britannica. Grazie all'importanza che il mercato finanziario ha acquisito a partire dagli anni '80 fino ai giorni di oggi, la cultura locale si è adattata ad esso dando la possibilità alle banche di trovare non solo tutti quei vantaggi prima citati, ma anche lavoro qualificato, una grande quantità di uffici dove potersi localizzare e non meno importante, persone che usano la lingua inglese, e che hanno la possibilità di comunicare con la maggioranza del resto del mondo.

Uno strumento che sicuramente ha aiutato a rendere la UK un centro finanziario così rilevante è il cosiddetto “passaporto europeo”. Nel diritto dell'Unione europea, con tale espressione si indica il sistema in base al quale, in alcuni settori, le imprese di uno Stato possono prestare i loro servizi in un altro Stato membro oppure stabilirvisi soltanto sulla base

²¹ “I plusvalori e i minusvalori evidenziati (al pari di quanto accade nelle fusioni/scissioni) non costituiscono materia imponibile, indipendentemente dai valori civilistici”. Art. 176 TUIR.

²²È un rischio dovuto al fatto che due paesi differenti hanno il diritto di tassare il reddito di un soggetto perché per esempio ha la residenza in un paese ma lavora in un altro.

dell'autorizzazione da parte delle autorità competenti dello Stato d'origine (“*home country control principle*”). Le autorità dello Stato di destinazione vengono di regola soltanto informate dell'inizio dell'attività del soggetto estero nel territorio nazionale, tramite invio di un'apposita comunicazione. Il sistema del “passaporto europeo” si fonda, naturalmente, su un costante scambio di informazioni tra le autorità dei Paesi coinvolti. Tale meccanismo è già stato sperimentato dall'Unione in settori quali quello del mercato mobiliare con la direttiva c.d. “UCITS IV”²³ e quello bancario e assicurativo. Quindi tale meccanismo dà la possibilità alle banche e ad altri intermediari finanziari di operare in tutti gli altri 27 paesi europei, stabilendo le proprie sedi centrali nella UK e quindi godendo di tutti i vantaggi prima citati.

²³ “UCITS” è l'acronimo di “*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*”. Cfr. direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (rifusione), in *Gazz. Uff. Un. eur.*, L 302 del 17 novembre 2009, successivamente modificata dalle direttive del Parlamento europeo e del Consiglio 2010/78/UE del 24 novembre 2010, *ibidem*, L 331 del 15 dicembre 2010; 2011/61/UE cit. *supra*, nota 2; 2013/14/UE del 21 maggio 2013, in *Gazz. Uff. Un. eur.*, L 145 del 31 maggio 2013.

2.2 Cosa cambia per le banche

Ciò posto, si può comprendere come la Brexit possa creare molte difficoltà per il settore finanziario. Infatti, l'uscita della UK dalla UE porterà alla fine di tutti gli accordi tra esse e alla perdita di tutti i benefici di cui giovavano le banche di tutto il mondo nel posizionarsi a Londra. Per quanto riguarda le banche intercontinentali, soprattutto quelle americane come Morgan Stanley, Goldman Sachs, Bank of America e JP Morgan, esse perderebbero l'accesso all'intero mercato europeo, circostanza questa che le costringerebbe a trovare nuove località all'interno del territorio europeo che possano dare gli stessi, o simili, vantaggi²⁴. A riguardo è intervenuta la Deloitte in uno studio²⁵ che approfondisce le problematiche legate alla Brexit che dovranno essere affrontate dalle banche americane. Secondo la famosa società di revisione esse sarebbero causate dalla maggiore incertezza politica ed economica alimentate dai complicati processi di negoziazione, dalle maggiori difficoltà degli scambi tra UK e UE, dalla minore libertà di movimento delle persone dovuta alle restrizioni dell'immigrazione e da un sistema di regolazione che, nel periodo di transizione, si è reso più complesso e incerto. Pertanto, la conseguenza che più inciderebbe sul sistema bancario sarebbe prima di tutto

²⁴ Cfr. infra par. 2.3

²⁵ <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/financial-services/articles/brexit-impacts-for-us-banks-capital-market.html#>

l'incertezza che comporterebbe una maggiore difficoltà per le istituzioni americane per rivalutare le aspettative del *Return on Equity* (RoE). Ciò costringerebbe, infatti, le banche statunitensi a ridimensionare gli investimenti nel continente europeo e a valutare la necessità di ristrutturazione e a considerare aspetti legati alla *governance*. Ad esempio, le problematiche legate al passaporto dei servizi bancari e del mercato dei capitali, insieme all'infrastruttura del Regno Unito, potrebbero forzare il trasferimento delle banche. Tale processo di trasferimento dovrà essere svolto con attenzione alle infrastrutture locali, ai regimi fiscali e alla sua facilità di risoluzione. Infine, le implicazioni legate alla debolezza dell'euro e della sterlina e alla loro volatilità porteranno, nel breve periodo, a perdite per le banche esposte ad assets denominati in tali valute e richiederà quindi una maggiore copertura per ottimizzare l'allocazione del capitale in un contesto di maggiore volatilità.

Per quanto riguarda invece le banche europee, si perderebbe la possibilità di sfruttare il passaporto europeo e questo comporterebbe le stesse problematiche affrontate dalle banche americane. Le due possibili strade sono o individuare un'altra località europea (così come per le banche americane) o cercare uno strumento che, similmente al passaporto, possa favorire le banche. A riguardo del secondo aspetto, un possibile strumento sarebbe l'"accordo di equivalenza". L'equivalenza prevede la possibilità che la Commissione europea possa riconoscere che la

regolamentazione o i sistemi di vigilanza di determinati paesi terzi è equivalente al corrispondente quadro UE. Ciò consente all'UE di fare affidamento sul rispetto da parte delle imprese di tali quadri, riducendo le sovrapposizioni di entrambe le parti e i costi di capitale per le imprese dell'UE esposte a paesi terzi equivalenti. La maggior parte degli atti dei servizi finanziari dell'UE contiene disposizioni sull'equivalenza, comprese le norme di mercato aggiornate note come MiFID II²⁶, entrati in vigore nel 2018. In questo quadro, uno Stato membro può chiedere all'impresa di un paese terzo di aprire una filiale sul suo territorio oppure queste possono registrarsi presso l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), a condizione che la Commissione abbia adottato una decisione di equivalenza positiva per il paese terzo²⁷.

²⁶ La MiFID è in vigore dal 1° novembre 2007 e sostituisce la precedente legislazione comunitaria in materia, basata sulla Direttiva n. 93/22/CEE riguardante i “Servizi di investimento nel settore degli strumenti finanziari” (Investment Services Directive - ISD), entrata in vigore il 10 maggio 1993. L'ISD è stata recepita nell'ordinamento italiano dal D. Lgs. n. 415/1996 poi confluito nel D. Lgs. n. 58/1998 (Testo Unico della Finanza - TUF), nonché dalla regolamentazione attuativa CONSOB (Delibere n. 11522/1998, n. 11768/1998, e n. 11971/1999).

La direttiva MiFID o Markets in financial instruments directive (2004/39/EC) ha disciplinato dal 31 gennaio 2007 al 2 gennaio 2018 i mercati finanziari dell'Unione europea. Dal 3 gennaio 2018 è entrata in vigore in tutta l'Unione la nuova direttiva MiFID II (2014/65/EU) che, insieme alla MiFIR o Markets in financial instruments regulation (regolamento EU n. 600/2014) ha preso il posto della precedente regolamentazione europea.

²⁷

http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/136768/ECON_Scrutiny_Paper%20MiFIDII_and_MiFIR_%20Equivalence_and_PSD2.pdf

L'equivalenza è anche possibile per alcuni scopi nelle regole del capitale bancario dell'UE e in Solvency II²⁸, che disciplina il settore assicurativo. Gli accordi di equivalenza però presentano dei problemi. Infatti, a differenza del passaporto che viene considerato un diritto, l'equivalenza si presenta più come un privilegio e come tale può essere ritirata con breve preavviso, coprendo così meno servizi. Inoltre, l'equivalenza non è caratterizzata dalla stessa permanenza di altri regimi sulla base del fatto che è una decisione prettamente politica. Per comprendere come funzionano gli accordi di equivalenza, si può prendere ad esempio un accordo che la Commissione Europea ha stipulato con la *U.S. Commodity Futures Trading Commission* (CFTC). Il diritto europeo, nel caso di specie il regolamento europeo sulle infrastrutture di mercato, dà la possibilità alle società con sede al di fuori della UE di "fornire servizi di compensazione"²⁹ ai membri compensatori o sedi di negoziazione (*trading venues*) istituite nell'UE a due condizioni. Innanzitutto, la Commissione deve stabilire che i sistemi legali e di vigilanza del paese sono "equivalenti efficaci" a quelli dell'UE; in secondo luogo, la società deve essere riconosciuta dal

²⁸Solvency II stabilisce, nel contesto europeo (EU-wide), un set di requisiti di capitale e di gestione del rischio che si sposano con l'obiettivo della tutela del consumatore per quanto riguarda il settore assicurativo. (<https://www.ivass.it/normativa/focus/solvency/index.html>)

²⁹ Sistema finalizzato a consentire la compensazione e il regolamento delle operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari e stipulate su diversi mercati. (<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Sistema%20di%20Liquidazione%20e%20Compensazione>)

regolatore dei mercati dell'area. Questo accordo ha consentito a società come la CME Group Inc. di Chicago di continuare a fornire servizi alle aziende dell'UE. Senza di esso, gli operatori commerciali avrebbero dovuto far fronte a requisiti di capitale UE più elevati per cancellare *swap*, *futures* e altri derivati negli Stati Uniti. In realtà, vi potrebbe essere un'altra possibilità, individuata nelle parole di Mark Garnier, Ministro per gli affari esteri britannico fino a gennaio 2018, il quale ha dichiarato "Se possiamo creare una versione ibrida, con una versione migliore dell'equivalenza o una versione diversa del passaporto, allora questo è ciò che tenteremo di ottenere"³⁰.

2.3 Le riforme attuate dalle banche

Molte banche europee hanno intrapreso la strada dello spostamento in un altro paese dell'UE in modo tale da poter continuare ad aver accesso al più ampio mercato europeo. A causa di questo fenomeno di migrazione le perdite per Londra potrebbero essere ingenti. Secondo alcune stime³¹ Londra potrebbe perdere 10.000 posti di lavoro nel settore bancario e 20.000 nel campo più ampio dei servizi finanziari. Altre stime variano da 232.000 posti di lavoro a 4.000. Ovviamente queste stime devono essere prese alla leggera ma una cosa è sicura,

³⁰ Intervista a Bloomberg del 26 ottobre 2016

³¹ SAPIR A., SCHOENMAKER D., VÉRON N., Making the best of Brexit for the EU27 financial system, FEBRUARY 8, 2017

molti posti di lavoro saranno spostati nella UE. Dirigenti presso banche come Morgan Stanley, Citigroup Inc., Deutsche Bank AG e JPMorgan Chase & Co. hanno detto che trasferiranno personale e attività fuori dalla Gran Bretagna per servire i propri clienti UE. Le prime cinque banche d'investimento statunitensi detengono a Londra circa il 90 per cento dei dipendenti con sede nell'UE.

Il grafico 2 (vedi di seguito) mostra una stima fatta dal Financial Times in ordine al numero dei posti di lavoro che potrebbero essere spostati da molte delle banche presenti a Londra. In particolare, vengono inseriti JPMorgan, Deutsche Bank, Barclays e Citigroup.



Grafico 2

Fonte grafico 2: <https://www.ft.com/content/931b1b1a-df49-11e7-a8a4-0a1e63a52f9c>

Questo spostamento comporterà per le banche un notevole aumento di spesa anche fino ad un totale di \$100 milioni senza considerare le spese legali e tecnologiche. In generale i costi stanno incrementando in *primis* perché le banche trovano più difficile del previsto convincere i riluttanti londinesi a trasferirsi all'estero e, in secondo luogo, perché devono fare i conti con una carenza di banchieri esperti nei grandi centri finanziari europei. "Non c'è dubbio che i costi siano significativamente più grandi di quanto le banche avevano inizialmente previsto", ha dichiarato in un'intervista a Bloomberg Jon Terry, membro della squadra di leadership di servizi finanziari globali e britannici presso PricewaterhouseCoopers. "Non ci sono abbastanza persone qualificate nei mercati locali dell'UE per soddisfare le esigenze delle banche, quindi dovranno fare affidamento sul

trasferimento di personale più costoso altrove. E molte di queste persone non vogliono trasferirsi". Le banche potrebbero dover ricorrere a costosi pacchetti di delocalizzazione che includono l'alloggio, i costi della scuola privata e altri vantaggi per far viaggiare i londinesi. Qualcuno che ha guadagnato 1 milione di sterline (1,3 milioni di dollari) nel Regno Unito potrebbe facilmente costare 1,5 milioni di sterline in Europa, dopo aver compensato eventuali aumenti delle imposte sul reddito e altre spese, secondo Terry.

Le possibili località sostitutive della *City* sono molte, ma quelle che più sembrano essere state scelte dalle banche più importanti sono Parigi, Francoforte, Dublino. Come mostra il grafico 3, in testa alle città più scelte vi è Francoforte, scelta da UBS, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Citigroup e Barclays, per un totale di 3,050 posti di lavoro. Poi c'è Parigi con 1,780 posti di lavoro. HSBC Holdings Plc è la banca che ha deciso di spostare più posti di lavoro nella capitale francese, infatti la banca britannica ha dichiarato che a luglio ha previsto un conto di 300 milioni di dollari per trasferire 1.000 dipendenti a Parigi, dove ha già una filiale con licenza completa. Infine, a Dublino verranno trasferiti 150 posti di lavoro da parte della banca inglese Barclays.

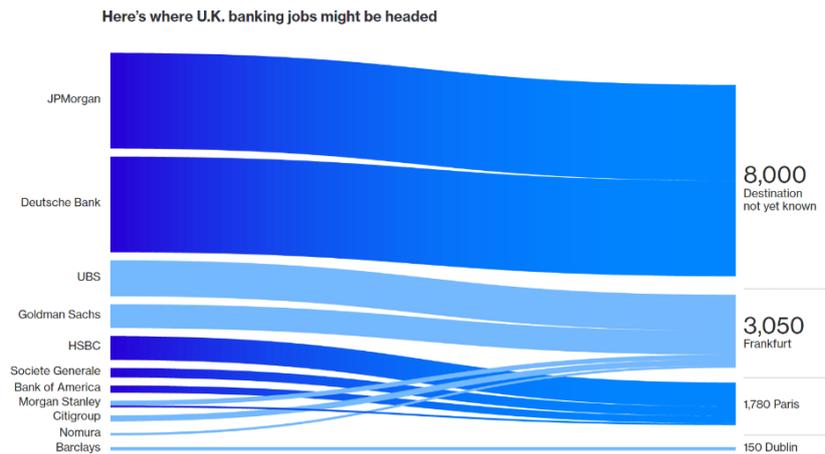


Grafico 3

Fonte grafico 3: <https://www.bloomberg.com/graphics/2017-brexite-bankers/>

A delineare la netta preferenza da parte delle banche del centro finanziario tedesco vi è anche il fatto che, in aggiunta alle sedi principali già presenti nelle città prima elencate, in seguito al referendum sulla Brexit sono stati acquistati diversi edifici dalle banche in questione. Come mostra la tabella 1 sono stati acquistati ben 4 edifici a Francoforte, 2 a Dublino e 1 a Parigi e ad Amsterdam.



Tabella 1

Fonte tabella 1: <https://www.ft.com/content/931b1b1a-df49-11e7-a8a4-0a1e63a52f9c>

La capitale finanziaria della Germania è emersa come il più grande vincitore della Brexit, con oltre 10 tra le maggiori società di servizi finanziari del mondo, tra cui Citigroup Inc., Morgan Stanley e Nomura Holdings Inc. impegnate a creare la loro nuova sede europea nella città. Fino a 10.000 nuovi posti di lavoro potrebbero essere creati in città nei prossimi anni, secondo il gruppo di lobby Frankfurt Main Finance. La stessa Deutsche Bank AG prevede di trasferire nella città tedesca circa 4,000 posti di lavoro, che costituiscono circa la metà della forza lavoro della banca nella UK, entro il 2018. Inoltre, queste trasferiranno gran parte delle attività di trading e investimenti

bancari. I vantaggi che le banche avrebbero nel localizzarsi a Francoforte derivano dal fatto che è la città in cui si trovano la Banca centrale europea, il regolatore assicurativo europeo, l'EIOPA, e 155 diverse banche internazionali, che la rendono un centro finanziario già ben sviluppato. Le altre caratteristiche che rendono così attraente Francoforte sono l'alta qualità della vita, il basso costo della vita e soprattutto un'elevata disponibilità di spazi per uffici. Per quanto concerne invece la capitale irlandese, essa è stata scelta da Barclays Bank Plc e altre 19 aziende hanno menzionato una possibile mossa. Ovviamente la città è considerata una base naturale per tutte queste imprese a causa del sistema legale, della cultura e della fascia oraria simile a quelli del Regno Unito e perché ha già alcune delle operazioni di back-office³² per alcune grandi banche d'investimento. Infine, riguardo a Parigi, essa è la meno attraente tra le 4 sedi, a causa della sfiducia storica che la Francia ha sempre avuto nei confronti della finanza, nonostante stia adesso cercando di attirare alcune grandi aziende con, ad esempio, la riduzione delle tasse per i banchieri. Ricordiamo che la capitale francese è stata scelta come sede da HSBC.

Quello che verrà trasferito non si sa con certezza, ma potenzialmente potrebbero essere trasferite tutte quelle

³² Ufficio di un'azienda o di un'organizzazione dedicato alle attività di produzione, sviluppo e amministrazione, e generalmente precluso al pubblico.

operazioni di *front-office*³³ e di *back-office* collegate a clienti europei. In aggiunta a questo un obiettivo che si cercherà di raggiungere sarà sicuramente quello dell'euro *cleaning*. Tutti coloro che scambiano titoli azionari e obbligazionari, materie prime e derivati si affidano molto al *cleaning* per concludere gli scambi in modo sicuro. Le “*cleaning room*” (molte delle quali posizionate proprio a Londra) sono degli intermediari tra acquirente e venditore, e richiedono agli operatori di inviare garanzie, sotto forma di contante o di obbligazioni, come protezione contro eventuali inadempienze. Dopo la crisi finanziaria del 2008, le autorità di regolamentazione di tutto il mondo hanno spinto per far sì che più derivati possibili passassero attraverso le *cleaning rooms* per ridurre il rischio di una diffusione predefinita nel sistema. Questo tipo di attività risulta molto importante per la UK, infatti circa il 75% delle negoziazioni in swap su tassi d'interesse denominati in euro (*euro-denominated interest-rate swaps*)³⁴ ha luogo nel Regno Unito. Come mostra il grafico 4 (vedi di seguito), Londra è il luogo in cui vengono scambiati ogni giorno circa \$ 574 miliardi di derivati in euro.

³³ Ufficio preposto alle relazioni con il pubblico o all'assistenza dei clienti in un'azienda o in un'amministrazione.

³⁴ The euro interest rate swap market is one of the largest and most liquid financial markets in the world.



Grafico 4

Fonte grafico 4: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-03/quicktack-q-a-brex-it-puts-financial-clearing-work-up-for-grabs>

Per di più la *City* è la sede della più grande *cleaning room* del mondo, la LCH, la cui proprietà è a maggioranza del London Stock Exchange Group Plc. Infine, è importante aggiungere che questa attività fornisce circa 700 posti di lavoro alla UK.

Più nel dettaglio, quali sono le funzioni che le banche potrebbero decidere di trasferire? La tabella 2 potrebbe dare una risposta alla domanda (vedi di seguito). Come si può notare quelle che verrebbero trasferite sarebbero tutte quelle legate alla moneta europea: quelle riguardanti le obbligazioni societarie denominate in euro, altri tipi di debito in euro e i derivati azionari in euro.

Should I Stay or Should I Go Now?

Banking functions likely to leave or remain in the U.K.

Remain	Undecided	Leave
Securitized products	Debt underwriting	Euro-denominated corporate bonds
Commodities trading	Hedge fund services	Other euro debt trading
Merger advisory	Non-euro-denominated corporate bonds	Euro equity derivatives
Currency trading	Other euro debt trading	
Emerging markets	Non-euro equity derivatives	
Equity underwriting	Stock trading	

Source: Boston Consulting Group analysis

BloombergQuickTake

Tabella 2

Fonte tabella 2: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-03-27/will-brex-it-trigger-an-exodus-of-banks-from-london-quicktake>

Le autorità tedesche e la Banca centrale europea hanno sottolineato che molti dei piani presentati dalle banche consistono nell'uso del cosiddetto "guscio vuoto", il che significa che sono intenzionati a trasferirsi in Europa, in particolare a Francoforte, solo alcune delle operazioni, e lasciare il *core business* nel Regno Unito per avere accesso ad entrambi i mercati con il minimo sforzo in termini di tempo e costi. Felix Hufeld, presidente di BaFin, Autorità federale di vigilanza finanziaria, ha affermato che questo tipo di piani sarà tollerato solo in alcuni casi e per un periodo di tempo limitato, ritenendo che quello che vogliono è il trapianto completo dell'intero ecosistema, tra cui "... infrastrutture informatiche, conoscenze,

processi e persone"³⁵. Per riassumere la situazione generale prima descritta, si osservi la tabella 3.

	Location of post-Brexit EU HQ	New licences applied?	New property secured?	Public comments on job numbers
Bank of America	Dublin	Yes	Yes	200 to Frankfurt and Paris
Barclays	Dublin	Yes	Yes	+150 in Dublin
BNP Paribas	Paris	Not available	Not available	
Citigroup	Frankfurt	Yes	Not available	+150 across EU
Credit Suisse		Not disclosed	Not disclosed	
Deutsche Bank	Frankfurt	Yes	No	
Goldman Sachs	Frankfurt	Yes	Yes	
HSBC	Paris	Not available	Not available	<1000 from London
JPMorgan	Frankfurt/Lux.	Not available	Yes	"100s of people" *
Morgan Stanley	Frankfurt	Yes	Yes	
MUFG	Amsterdam	Yes	No	
Nomura	Frankfurt	Yes	Not available	
NatWest Markets (RBS)	Amsterdam	Yes	Yes	+150 to Amsterdam
Société Générale	Paris	Yes	Not disclosed	Adding up to 300
UBS	Frankfurt	No	No	<1000 from London

■ Yes ■ No ■ Not available ■ Not disclosed * including 60 to Paris

Tabella 3

Fonte tabella 3: <https://www.ft.com/content/931b1b1a-df49-11e7-a8a4-0a1e63a52f9c>

2.4 Conseguenze per l'Europa

Il passaggio di tutte queste banche verso l'UE darà una spinta alle economie delle città europee scelte in diversi modi. In primo luogo, rafforzerà il settore finanziario, focalizzando tutte le risorse finanziarie nella stessa posizione, rendendole più efficaci, proprio come succede ora a Londra. In secondo luogo,

³⁵ Discorso di Felix Hufeld, Presidente dell'Autorità federale di supervisione finanziaria (BaFin), il 24 ottobre 2017 durante lo zeb breakfast meeting di Londra

aumentando le opportunità di lavoro, compresi i lavori per la costruzione o la ristrutturazione di uffici e molti altri servizi diversi. Inoltre, si andrà ad avvantaggiare il settore immobiliare. Come mostra il grafico 5 il tasso di vacanza degli edifici commerciali è significativamente aumentato dal luglio 2016 al secondo quadrimestre del 2017, segnalando come molti di questi edifici siano stati occupati.



Grafico 5

Fonte grafico 5: <https://www.ft.com/content/931b1b1a-df49-11e7-a8a4-0a1e63a52f9c>

3. European Banking Union

A livello europeo, al vertice dell'ordinamento finanziario vi sono tre autorità, la *European banking union* (EBA), la *European Securities and Market Authority*³⁶ (ESMA) e la *European Insurance and Occupational Pensions Authority*³⁷ (EIOPA) che si occupano rispettivamente del settore bancario, il settore dei mercati e degli strumenti finanziari e quello pensionistico. Queste tre autorità, insieme al Comitato europeo per il rischio sistemico³⁸ (CERS), compongono il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF)³⁹. Alla luce dell'argomento trattato, sono di grande interesse due aspetti legati all'EBA: il primo riguarda la decisione presa dall'Europa di trasferire la sua sede da Londra, insieme a quella dell'European Medicines Agency (EMA); il secondo invece riguarda uno degli strumenti che l'autorità ha a disposizione per svolgere l'attività di controllo e di vigilanza sul settore bancario: gli *stress test*

³⁶ L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati è un organismo dell'Unione europea che, dal 1° gennaio 2011, ha il compito di sorvegliare il mercato finanziario europeo. L'Autorità sostituisce il Committee of European Securities Regulators (CESR) e ha sede a Parigi.

³⁷ L'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali è stata istituita nel 2011 con il compito di vigilare sul settore assicurativo e pensionistico. Ha sede a Francoforte.

³⁸ Il Comitato europeo per il rischio sistemico è stato istituito nel 2010 con l'obiettivo di sorvegliare il sistema finanziario dell'Unione europea e di prevenire o mitigare il rischio sistemico.

³⁹ Pellegrini Mirella, Corso di diritto pubblico dell'economia, CEDAM, 2016

3.1 Trasferimento dell'EBA

Un primo aspetto legato all'autorità è il previsto trasferimento della sede dell'Autorità bancaria europea dalla capitale britannica a quella francese. I ministri degli affari europei, riuniti a Bruxelles, hanno approvato⁴⁰ lo spostamento del suo quartier generale da Londra a Parigi dopo la Brexit. L'organizzazione è risieduta a Londra sin dalla sua creazione nel 2011, ma conta solo 185 impiegati e quindi il trasferimento a Parigi non sarebbe una grande perdita per il Regno Unito da una prospettiva lavorativa o immobiliare. Però avrebbe altre conseguenze come la riduzione dei cosiddetti “*soft power*”⁴¹ e dell'influenza che la UK ha su tutte le regole e regolamentazioni emanate dall'EBA.

Con il trasferimento a Parigi l'EBA si troverà nelle vicinanze dell'altra autorità che forma il vertice finanziario europeo, l'ESMA, l'autorità europea sui mercati finanziari, che ha già sede a Parigi. In questo modo, la capitale francese aumenterà la sua importanza come centro finanziario europeo. A Parigi si trasferiranno quindi i 185 dipendenti dell'autorità bancaria e presumibilmente molte delle società di consulenza e di servizi che le ruotano attorno.

⁴⁰ Bruxelles, 20 novembre 2017

⁴¹ Il “*soft power*” è la capacità di modellare le preferenze degli altri.

Come viene sostenuto in un comunicato stampa della stessa EBA rilasciato nel 20 novembre 2017⁴² “questa è una decisione importante per l'Autorità che garantisce una continuazione senza interruzioni delle sue attività rassicurando il personale attuale e futuro sulla nuova sede e ponendo fine a un periodo di incertezza. L'EBA è fiduciosa che la Francia sosterrà l'Autorità per garantire una transizione agevole, che è fondamentale per continuare a realizzare gli obiettivi della missione di mantenere la stabilità finanziaria nell'UE e salvaguardare l'integrità, l'efficienza e il funzionamento ordinato del settore bancario”.

La capitale francese si dimostra un'ottima sede per l'Autorità. Nella candidatura presentata dalla Francia, il ministro dell'economia francese Bruno Le Maire afferma:” Se l'EBA deve mantenere la sua reputazione di autorità efficace e credibile, deve avere la propria sede in un vivace ecosistema finanziario e interagire costantemente con le imprese e le organizzazioni di tutto il settore. Questo è esattamente ciò che Parigi, in quanto centro finanziario di livello mondiale, ha da offrire. La città è sede di oltre 200 banche francesi e straniere, tra cui quattro delle nove maggiori banche dell'UE-27, tutte al servizio di una fiorente e densa comunità imprenditoriale”⁴³.

⁴² Al sito: <https://www.eba.europa.eu/-/eba-welcomes-council-decision-on-its-relocation>

⁴³ Al sito: <http://www.consilium.europa.eu/media/21799/paris-eba-offer-en.pdf>

Come mostra la figura 1 (vedi di seguito), dal punto di vista economico la Francia vanta:

1. il primo posto tra le regioni europee per PIL.
2. Il quarto posto fra le aree urbane mondiale sempre per il PIL.
3. il fatto che ospita quattro fra le dieci banche europee più importanti.
4. Il mercato azionario più grande d'Europa con la capitalizzazione del 40% del mercato dell'eurozona

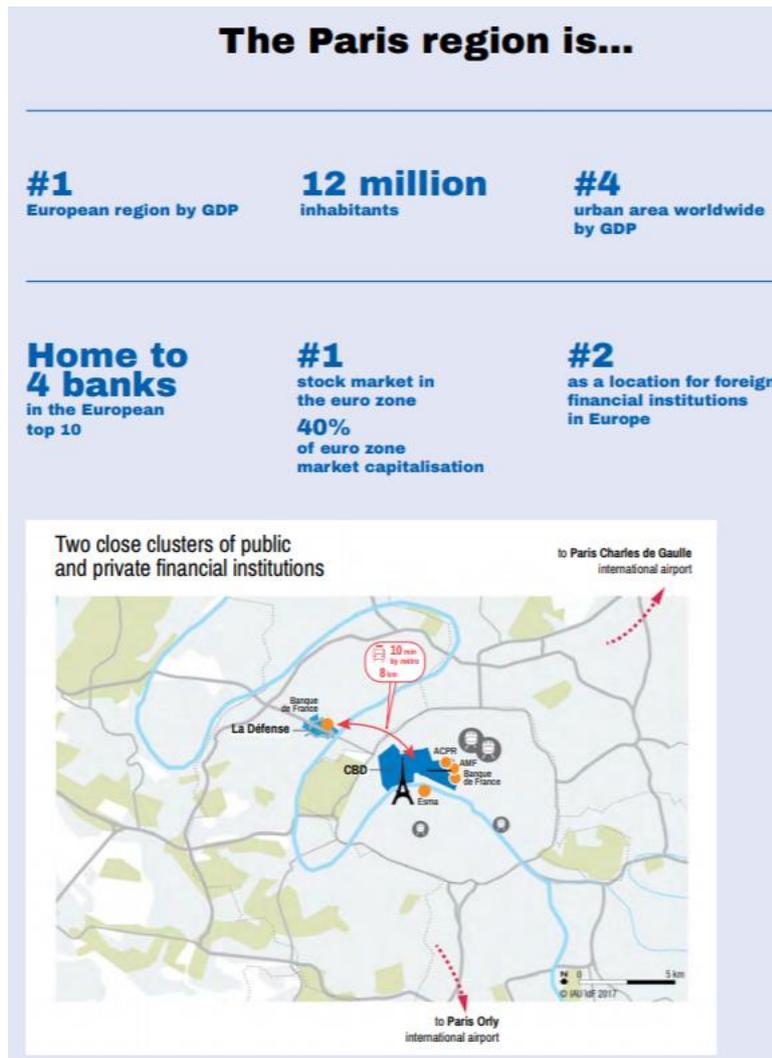


Figura 1

Fonte figura 1: <http://www.consilium.europa.eu/media/21799/paris-eba-offer-en.pdf>

3.2 Stress test

Una delle tante responsabilità dell'EBA è garantire il regolare funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari e la stabilità del sistema finanziario nell'UE. Un aspetto importante da questo

punto di vista è quello di valutare il rischio e la vulnerabilità del settore bancario a livello microprudenziale⁴⁴. Lo strumento principale in questo senso è quello dello *stress test*. Il regolamento EBA conferisce all'Autorità poteri per avviarli e coordinarli a livello europeo. Lo scopo di tali test è di compiere una valutazione sulla resilienza delle istituzioni finanziarie rispetto agli sviluppi negativi del mercato, nonché di contribuire alla valutazione complessiva del rischio sistemico nel sistema finanziario dell'UE⁴⁵.

Questi test di valutazione del rischio svolti dall'EBA sono basati su un approccio microeconomico, nel senso che i calcoli vengono svolti dalle singole banche, e su un modello bottom-up⁴⁶, utilizzando metodologie coerenti con la particolare situazione, scenari e assunzioni sviluppati in collaborazione con il CERS, la Banca centrale europea (BCE) e la Commissione europea (CE).

Il 31 gennaio 2018 è stato lanciato lo stress test per il 2018, in cui le banche in tutta l'Unione europea saranno testate per

⁴⁴ Con questo termine si intende che i calcoli vengono svolti direttamente dalle singole banche interessate.

⁴⁵ Al sito: <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing>

⁴⁶ Con il modello bottom-up parti individuali del sistema sono specificate in dettaglio, e poi connesse tra loro in modo da formare componenti più grandi, a loro volta interconnesse fino a realizzare un sistema completo. Le strategie basate sul flusso informativo bottom-up sembrano potenzialmente necessarie e sufficienti, poiché basate sulla conoscenza di tutte le variabili in grado di condizionare gli elementi del sistema.

assicurarsi che possano sopportare le conseguenze della Brexit. Questo test si è svelato più severo rispetto a quelli delle precedenti edizioni e di quelli condotti dalla Federal Reserve. Gli scenari in base ai quali verranno testate 48 fra le più grandi banche dei 28 paesi membri consistono in una serie di shock negativi. Essi comprendono una diminuzione dell'8,3% del PIL medio dell'UE entro il 2020, una riduzione dei prezzi delle abitazioni residenziali del 27,7% entro il 2020 e un calo cumulativo dei prezzi delle proprietà immobiliari del 19%, un aumento della disoccupazione del 3,3% e una caduta nell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA)⁴⁷ nell'UE al di sotto del livello di base dell'1,9% nel 2020.

Per quanto riguarda il 2019, anno di effettiva attuazione della Brexit, il modello dell'EBA implica una contrazione del 2,2% del PIL, con l'economia che cresce di nuovo dello 0,7% nel 2020. Questi scenari non vengono utilizzati come previsioni, ma sono utilizzati per assicurarsi che le banche possano sopportare shock negativi causati dalla Brexit senza dover ricorrere ai salvataggi dei contribuenti utilizzati durante la crisi finanziaria.

L'EBA afferma nei documenti allegati allo stress test: "Lo scenario avverso comprende un'ampia gamma di rischi

⁴⁷ Una misura statistica formata dalla media dei prezzi ponderati per mezzo di uno specifico paniere di beni e servizi. Tale paniere ha come riferimento le abitudini di acquisto di un consumatore medio.

macroeconomici che potrebbero essere associati alla Brexit. Gli elementi dello scenario di base riflettono già la media di una serie di possibili risultati delle relazioni commerciali del Regno Unito con l'Unione europea⁴⁸. Il punto di partenza del test svolto dall'autorità è la previsione effettuata dalla Banca centrale europea a dicembre. Essa ha apportato revisioni sostanziali alle precedenti previsioni: si prevede quindi un incremento della crescita in tutta l'area dell'euro dall'1,7% all'1,9% nel 2019 e una crescita dell'1,7% nel 2020. La crescita dell'UE era prevista all'1,9% per il 2019 e all'1,8% nel 2020.

Quest'anno, come nel 2016, l'EBA non ha stabilito nessuna soglia di capitale⁴⁹ o tassi soglia, non andando a configurarsi di fatto come un test del tipo *pass/fail*⁵⁰, e quindi le autorità competenti utilizzeranno i risultati dell'esercizio nel processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP)⁵¹. In poche parole, la vigilanza bancaria europea deciderà, caso per caso, se le

⁴⁸ Al sito: <https://www.ft.com/content/aeb96dac-06a6-11e8-9650-9c0ad2d7c5b5>

⁴⁹ Nel 2014 in termini di capitale furono fissate le soglie per il common equity tier 1 (CET1) all'8% nello scenario base e al 5,5% nello scenario avverso.

⁵⁰ Al sito: <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/stress-test-2016/nota-stress-test-2016.pdf>

⁵¹ È uno strumento utilizzato alla luce della misurazione e valutazione del rischio per ogni singola banca. Esso consiste nel sintetizzare i risultati emersi dall'analisi per un dato anno e nell'indicare alla banca le azioni da intraprendere.
(<https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/srep.it.html>)

banche con un deficit nello scenario avverso debbano ricapitalizzare.

Inoltre, per la prima volta, il test implementa i nuovi standard contabili noti come IFRS 9⁵², secondo cui “le banche sono tenute a contabilizzare le rettifiche di valore non solo per un periodo di 12 mesi, ma anche in base alle perdite su crediti a vita”⁵³.

I risultati saranno pubblicati dall’EBA il 2 novembre di quest’anno.

3.3 Possibili soluzioni

Seguendo le altre due autorità posizionate al vertice dell’ordinamento finanziario europeo, l’ESMA e l’EIOPA, anche l’EBA si è espressa sulle vicende della Brexit e sulle sue aspettative nei riguardi dei piani di ristrutturazione che verranno messi in atto dalle imprese e dai supervisori. Essendo delle opinioni basate sui dati a disposizione, questi potrebbero essere influenzati da eventuali disposizioni future relative ai servizi finanziari inclusi in qualsiasi accordo commerciale raggiunto tra il Regno Unito e l’UE. In aggiunta essendo delle opinioni queste

⁵² Questi principi contabili sono entrati in vigore a gennaio 2018 in sostituzione del precedente IAS 39. In sostanza, i nuovi principi disciplinano in maniera più severa le modalità con cui le banche dovranno effettuare gli accantonamenti sui crediti.

⁵³ Al sito: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/2106649/FAQs+on+2018+EU-wide+stress+test.pdf>

non saranno vincolanti per i supervisori e per le imprese, ma offriranno un quadro di quali sono le decisioni prese dalle autorità europee per quanto riguarda i piani delle imprese relativi alla Brexit.

Un primo punto riguarda un fenomeno che non verrà più permesso, cioè quello delle cosiddette “*empty-shell entities*” che vengono create per poter sfruttare il diritto di passaporto europeo, ma avendo un’incisione a livello locale quasi nulla. Un altro aspetto trattato riguarda i modelli interni di calcolo dei requisiti di capitale. Sull’argomento l’EBA afferma che nella maggior parte dei casi i modelli potrebbero rimanere invariati anche dopo la Brexit, a condizione che il contesto nelle quali il modello era stato accettato sia lo stesso, ma si consiglia di fare una valutazione sulle circostanze in cui opera il gruppo bancario e capire se esse siano cambiate in misura tale da giustificare la rivalutazione del piano. Quindi si consiglia di mandare la richiesta di verifica dei modelli il prima possibile, viste le strette scadenze della Brexit. Per quanto riguarda la governance, l’outsourcing e la gestione del rischio, viene posta attenzione sulla necessità di una governance locale solida e di una appropriata gestione del rischio legato all’outsourcing delle attività fuori dalla UK anche da parte delle entità locali europee.

Bibliografia

WHYMAN P., PETRESCU A., *The Economics of Brexit: A Cost-Benefit Analysis of the UK's Economic Relationship with the EU*, Palgrave Macmillan, 2017

AMADEO K., *Brexit Consequences for the UK, the EU, and the United States, the Balance*, 2018. Al sito: <https://www.thebalance.com/brexit-consequences-4062999>

ANAND M, BRIGID F, *Hard or Soft? The Politics of Brexit*, National Institute Economic Review, 2016

ARMOUR J., *Brexit and Financial Services*, Oxford Review of Economic Policy (Brexit Special Issue), 2017

BELKE A., GROS D., *The Economic Impact of Brexit: Evidence from Modelling Free Trade Agreements*, Atlantic Economic Journal, 2017

BLOOMBERG BREXIT TEAM, 2018. Al sito: www.bloomberg.com/graphics/2017-brexit-barometer/

Brexit: Implications for US banking and capital markets, Deloitte center for financial services, 2016. Al sito: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/financial-services/articles/brexit-impacts-for-us-banks-capital-market.html>

BRUSH S., HADFIELD W., *Brexit Puts Financial Clearing Work Up for Grabs: QuickTake Q&A*, Bloomberg, 2016. Al sito: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07->

[03/quicktake-q-a-brex-it-puts-financial-clearing-work-up-for-grabs](#)

CACCAVELLO G., *La Brexit vista da Oslo, Reykjavik e Vaduz: Londra e Bruxelles prendono appunti*, *ilsole24ore*, 2017. Al sito: <http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2017/09/08/la-brex-it-vista-da-oslo-reykjavik-e-vaduz-londra-e-bruxelles-prendono-appunti/>

CAPRIGLIONE F., IBRIDO R., *La Brexit tra Finanza e Politica*, CEDAM, 2017

CLARKE S., SERWICKA I., WINTERS A., *Will Brexit Raise the Cost of Living?*, *National Institute Economic Review*, 2017

DE SIMONE E., *Storia economica*, FrancoAngeli, 2014

DEGLI INNOCENTI N., *Parte il conto alla rovescia: tutte le tappe per arrivare alla Brexit*, *ilsole24ore*, 2018. Al sito: http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2018-03-29/brex-it-parte-conto-rovescia-210036_PRV.shtml?uuiid=AEay53PE

DHINGRA S., OTTAVIANO G., SAMPSON T., VAN REENEN J., *The consequences of Brexit for Directive and Regulation (MiFID II/MiFIR)*, 2018. Al sito: http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/136768/ECON_Scrutin_y_Paper%20MiFIDII_and_MiFIR_%20Equivalence_and_PSD_2.pdf

EBA welcomes Council decision on its relocation, 2017. Al sito:
<https://www.eba.europa.eu/-/eba-welcomes-council-decision-on-its-relocation>

EBA, *2018 EU-Wide Stress Test Methodological Note*, 2018. Al sito:
<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/2106649/2018+EU-wide+stress+test+-+Methodological+Note.pdf>

EBA, *EBA launches 2018 EU-wide stress test exercise*, 2018. Al sito:
<https://www.eba.europa.eu/-/eba-launches-2018-eu-wide-stress-test-exercise>

EBA, *EU-wide stress testing*, 2018. Al sito:
<http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing>

EGOROVA K., LOSSAN A., *4 possible effects of Brexit on Russia's economy*, *Russian Beyond*, 2016. Al sito:
https://www.rbth.com/business/2016/06/27/4-possible-effects-of-brexit-on-russias-economy_606481

Financial services: contribution to the UK economy, 2018. Al sito:
<http://researchbriefings.parliament.uk/ResearchBriefing/Summary/SN06193>

FINCH G., *Banks Begin Brexit Moves Despite Transition Call*, *Bloomberg*, 2017. Al sito:

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-09-28/banks-are-said-to-begin-brex-exodus-despite-transition-call>

FINCH G., *Banks' Brexit Moving Costs Are Seen Topping \$500 Million Each*, *Bloomberg*, 2017. Al sito: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-10-02/banks-brex-exodus-moving-costs-are-seen-topping-500-million-each>

FINCH G., WARREN H., COULTER T., *Frankfurt Is the Big Winner in Battle for Brexit Bankers*, *Bloomberg*, 2017. Al sito: <https://www.bloomberg.com/graphics/2017-brex-exodus-bankers/>

FINCH G., *Will Brexit Trigger an Exodus of Banks from London?*, *Bloomberg*, 2018. Al sito: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-03-27/will-brex-exodus-trigger-an-exodus-of-banks-from-london-quicktake>

LENZI F., *Ottimo il 2015 per gli scambi commerciali italiani. Nonostante il triennio horribilis*, *ilsole24ore*, 2016. Al sito: <http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2016/04/14/ottimo-il-2015-per-gli-scambi-commerciali-italiani-nonostante-il-triennio-horribilis/>

LONGOBARDI E., *Economia tributaria*, Mc Graw Hill, 2017

MARTIN B., *How Margaret Thatcher's Big Bang could protect the City from Brexit, 30 years on*, *Telegraph*, 2016. Al sito: <https://www.telegraph.co.uk/business/2016/10/23/how-margaret-thatchers-big-bang-could-protect-the-city-from-brex/>

MARTINELLI C., *Il referendum di Brexit come “asso nella Manica” nel negoziato con l’Unione Europea*, il Mulino, 2016

NOONAN L., *Banks set to move fewer than 4,600 City jobs over Brexit*, *Financial Times*, 2017. Al sito: <https://www.ft.com/content/931b1b1a-df49-11e7-a8a4-0a1e63a52f9c>

NOONAN L., *EBA shift expected to weaken UK role in regulation*, *Financial Times*, 2017. Al sito: <https://www.ft.com/content/53e66070-cec9-11e7-9dbb-291a884dd8c6>

OLIVER T., *Goodbye Britannia? the International Implications of Britain's Vote to Leave the EU*, *Geopolitics, History, and International Relations*, 2016

PELLEGRINI M., *Corso di diritto pubblico dell’economia*, CEDAM, 2016

PISANI M., VERGARA CAFFARELLI F., *What will Brexit mean for the British and euro-area economies? A model-based assessment of trade regimes*, 2018. Al sito: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2018/2018-1163/en_tema_1163.pdf

PWC, *European Banking Authority Brexit opinion: what does it mean for firms’ Brexit plans?*, 2017. Al sito: <https://www.pwc.co.uk/financial-services/assets/pdf/european-banking-authority-brex-it-opinion.pdf>

QUINN J., *Four reasons why banks won't leave the City of London after Brexit*, *Telegraph*, 2016. Al sito:

<https://www.telegraph.co.uk/business/2016/10/24/four-reasons-why-banks-wont-leave-the-city-of-london-after-brexit/>

SAPIR A., SCHOENMAKER D., VÉRON N., *Making the best of Brexit for the EU27 financial system*, FEBRUARY 8, 2017

SIMS A., *what is the difference between hard and soft Brexit? Everything you need to know*, *Independent*, 2016. Al sito: <https://www.independent.co.uk/news/uk/politics/brexit-hard-soft-what-is-the-difference-uk-eu-single-market-freedom-movement-theresa-may-a7342591.html>

TARTAR A., *Clouds Linger as U.K. Economy Sours in April: Brexit Barometer*, 2018. Al sito: www.bloomberg.com/news/articles/2018-05-08/clouds-linger-as-u-k-economy-sours-in-april-brexit-barometer

The european banking authority in Paris, 2017. Al sito: <http://www.consilium.europa.eu/media/21799/paris-eba-offer-en.pdf>

The Global Financial Centres Index 22, 2017. Al sito: http://www.luxembourgforfinance.com/sites/luxembourgforfinance/files/files/GFCI22_Report.pdf

TORRES C., CONDON C., SMIALEK J., *Powell Lauds Economy as Fed Nudges Up Interest-Rate Hike Path*, *Bloomberg*, 2018. Al sito: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-06-13/fed-raises-rates-officials-boost-outlook-to-four-hikes-in-2018>

UK trade and living standards, 2016. Al sito:
http://eprints.lse.ac.uk/66144/1/_lse.ac.uk_storage_LIBRARY_Secondary_libfile_shared_repository_Content_LSE%20Brexit_Vote%20blog_brexit02.pdf

YOUNG G., *Commentary: Monetary and Fiscal Policy Normalisation as Brexit Is Negotiated*, *National Institute Economic Review*, 2017