



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI**  
**"MARCO FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA INTERNAZIONALE**  
*L-33 Classe delle lauree in SCIENZE ECONOMICHE*

Tesi di laurea  
**Il sistema bancario "ombra"**  
*The shadow banking system*

Relatore:  
Prof. BALDAN CINZIA

Laureando:  
BRUNELLI JACOPO

Anno Accademico 2015-2016

# IL SISTEMA BANCARIO OMBRA, *LO SHADOW BANKING SYSTEM*



INTRODUZIONE	p. 6
1. UNA CONFIGURAZIONE GENERALE DEL FENOMENO	p. 7
1.a. Definizione del sistema bancario ombra	p. 7
1.b. Principali entità che compongono il sistema bancario ombra	p. 7
1.c. Modalità di funzionamento del sistema bancario ombra	p. 10
1.d. Difetti e pregi del sistema bancario ombra	p. 10
2. RELAZIONE CON IL SISTEMA BANCARIO TRADIZIONALE	p. 15
2.a. Lo shadow banking system nella crisi del 2007	p. 15
3. REGOLAMENTAZIONE INTERNAZIONALE DELLO SBS	p. 17
3.a. Proposta di risoluzione del Parlamento europeo	p. 19
3.b. Documenti del Financial Stability Board- <i>attività di monitoraggio del FSB</i>	p. 20
3.c. Comunicazione della Commissione UE del 4 settembre 2013	p. 31
3.d. Libro Verde della Commissione UE	p. 32
3.e. Regolamentazione in USA e CINA	p. 35
3.f. Lo sbs in Irlanda	p. 37
4. LO SBS NELLA TEORIA MONETARIA DELLA PRODUZIONE	p. 40
5. CONCLUSIONI	p. 42
6. RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	p. 44
7. SITOGRAFIA	p. 45



## INTRODUZIONE

In questa tesi verrà data una definizione generale di un sistema bancario secondario che agisce all'ombra del sistema bancario tradizionale, lo *shadow banking system*. Nonostante esista, nelle più diverse forme, da più di due decenni e nonostante abbia fornito per lo stesso tempo, un mezzo di finanziamento utile per chi ne volesse usufruire, il sistema bancario ombra ha iniziato a suscitare interesse negli attori (autorità comprese) del sistema economico dopo la crisi finanziaria del 2007, che ha colpito gran parte dell'economia mondiale. Dopo aver dato una definizione e una configurazione generale del fenomeno, descrivendone modalità di funzionamento ed entità finanziarie che assumono rilevanza al suo interno, e dopo averne rivelato i rischi e di converso i pregi che può comportare, si cercherà di inquadrare lo sbs all'interno della crisi del 2007 e verranno conseguentemente messe in evidenza le sue interconnessioni con il sistema bancario tradizionale. Detto ciò, si tratteranno le varie regolamentazioni che le principali autorità internazionali, hanno o stanno cercando di mettere in pratica per ridurre i rischi generati dallo sbs, senza alterarne gli aspetti positivi che lo stesso sistema porta nel sistema economico internazionale. L'ultimo capitolo tratterà lo sbs all'interno della teoria monetaria della produzione, cercando di inquadrare il sistema bancario ombra all'interno di una più ampia visione del sistema capitalistico.

## **1. UNA CONFIGURAZIONE GENERALE DEL FENOMENO**

### **1.a DEFINIZIONE DEL SISTEMA BANCARIO OMBRA**

La 'finanza ombra' (shadow banking), sviluppatasi a partire dalla metà degli anni 80, indica un complesso di attività finanziarie 'parallele' a quelle degli istituti di credito tradizionali; l'impossibilità di definire precisamente questo fenomeno, ha portato i vari autori che se ne sono occupati a dare varie interpretazioni, che comunque possiedono elementi comuni di fondo. A Jackson Hole nel 2010, in occasione del simposio della federal reserve, l'espressione shadow banking system ha voluto riassumere una forma di intermediazione che è basata su una varietà di veicoli di investimento che hanno la caratteristica di avere un'elevata leva finanziaria, di conduits e di altre strutture esterne al sistema bancario. Questa terminologia è stata associata alla generazione di rischi di natura bancaria ("bank-like risks") al di fuori del sistema bancario tradizionale, in altre occasioni alla frammentazione del processo di intermediazione creditizia attraverso tecniche di trasferimento del rischio di credito, l'uso dei mercati repo e del prestito titoli, nonché l'utilizzo (e spesso il riutilizzo c.d. rehypothecation) di collaterale poco liquido con lo scopo di costruire posizioni con leva elevata; altri ancora hanno considerato shadow banking ogni forma di intermediazione creditizia non regolamentata o, infine, ogni forma di intermediazione non bancaria. Non potendo definire lo sbs in base al grado di regolamentazione, in quanto questo sistema risulta regolamentato solo in alcuni paesi, l'FSB ha deciso, mettendo le cose in chiaro, di definire shadow banking "ogni forma di intermediazione creditizia che coinvolge entità o attività in parte o completamente al di fuori del sistema bancario tradizionale", precisando che "tale processo di intermediazione può generare rischi di natura bancaria (elevata trasformazione delle scadenze e della liquidità, uso eccessivo della leva finanziaria, forme imperfette di trasferimento del rischio di credito) e possibili arbitraggi regolamentari"<sup>1</sup>.

### **1.b GLI ATTORI DELLO SBS**

Gli attori che agiscono all'interno di questo sistema sono molteplici, ma sono tuttavia accomunati dal fatto di porre in essere un'attività parabancaria, esterna a quella legale bancaria. I principali sono le società finanziarie, tra le quali rientrano i cosiddetti conduits; altri importanti attori che meritano citazione sono i fondi comuni di investimento di tipo speculativo (hedge funds) ma

---

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

anche fondi comuni di investimento che trattano quote di hedge funds,altri che concludono contratti di riacquisto c.d. repo.

**Conduit.** Sono società veicolo che vengono costituite dagli istituti finanziari per degli scopi specifici,da qui l'acronimo inglese spv (special purpose vehicle). Lo 'special purpose' solitamente consiste nel trasferimento di una massa di crediti, ognuno con la propria garanzia (non sempre di buona qualità), dalle istituzioni finanziarie che li hanno originati a un'ampio insieme di investitori,dai giganti istituzionali ai piccoli risparmiatori. É essenziale che questi conduit non abbiano legami formali con la casa madre, altrimenti verrebbero riconosciuti come parte integrante del gruppo e i loro bilanci dovrebbero essere consolidati, ciò negherebbe il trasferimento del rischio che si vuole operare con la cartolarizzazione e gli effetti sui requisiti di capitale. All'interno dello shadow banking system assumono maggior rilievo i conduit che sono stati creati per effettuare investimenti in titoli c.d. strutturati. I titoli strutturati sono strumenti finanziari complessi: incorporano all'interno di uno strumento di debito di tipo tradizionale un contratto derivato, solitamente di tipo opzionale. Diversamente dai titoli obbligazionari tradizionali, le due componenti di un titolo strutturato, ovvero obbligazionaria e derivata, sono fuse all'interno di un unico strumento finanziario. I titoli strutturati possono essere a capitale garantito, nel caso in cui i flussi di pagamento per interessi siano indicizzati all'andamento del parametro sottostante alla componente derivata; oppure a capitale non garantito, in questo caso il valore di rimborso può risultare inferiore a quello di sottoscrizione.

**Hedge funds:** questo genere di fondo è caratterizzato da molteplici stili e modalità di gestione, anche se il legislatore italiano lo definisce come un fondo di tipo speculativo. Il termine hedge è stato per la prima volta usato da Alfred Winslow Jones per definire uno stile di gestione basato su delle strategie di copertura che mise in opera per ridurre il rischio e l'esposizione dei portafogli da lui posseduti. Da qui si può capire come in realtà affiliaire a questi fondi l'etichetta di speculativi non sia totalmente corretto. La principale caratteristica che differenzia questi fondi da altri generi di fondi, è la ricerca di un rendimento di tipo assoluto, che non sia influenzato dall'andamento del mercato in generale. Tecnicamente parlando possiamo dire che l'hedge fund ricerca un elevato alfa, cioè il rendimento extra realizzato dal gestore rispetto ad un benchmark; più concretamente quella parte del ricavo che non dipende dall'andamento del mercato. A differenza dei gestori tradizionali l'hedge fund è uno strumento finanziario in grado di utilizzare determinati strumenti, come i derivati e la leva finanziaria,e determinate strategie di investimento,come l'hedging e lo short selling. La strategia *short selling* (vendita allo scoperto) utilizza questo tipo di meccanismo: come prima cosa si prendono a prestito dei titoli di cui si prevede la possibilità di ribasso,successivamente vengono venduti e con i proventi conseguentemente realizzati vengono

ri-acquistati per essere detenuti fino a scadenza. Il profitto consiste nella differenza tra prezzo di vendita e prezzo di riacquisto. L'*hedging* è la strategia che consiste nel coprire il portafoglio dal rischio di volatilità causato dalle variazioni di mercato, attraverso vendite allo scoperto e l'uso di derivati, che sono contratti o titoli il cui prezzo è basato sul valore di mercato di un altro strumento finanziario, definito sottostante (come, ad esempio, azioni, indici finanziari, valute, tassi d'interesse o anche materie prime). La possibilità di mettere in atto queste sofisticate strategie, unita alla maggior flessibilità operativa dei gestori hedge rispetto ai gestori di fondi tradizionali, comportano dei costi per il risparmiatore pagato, oltre che con commissioni di gestione più alte, anche in termini di bassa trasparenza e di scarsa liquidità. La bassa trasparenza è quasi una necessità in questo genere di industria, in quanto l'hedge fund cerca sempre di sfruttare le inefficienze del mercato: se le strategie seguite ed i titoli comprati e venduti venissero seguiti da tutti, i competitors potrebbero replicare le tattiche di investimento seguite e quindi ridurre i profitti ed il valore aggiunto del gestore. I fondi speculativi non hanno grandi dimensioni, né un universo composto da tanti diversi investitori; inoltre le strategie messe in pratica si pongono degli obiettivi di medio-lungo termine, e questo comporta l'impossibilità per il sottoscrittore del fondo di ottenere un rimborso anticipato. L'unica possibilità di disinvestimento è rappresentata dalla cessione a terzi delle proprie quote; si tratta comunque di strumenti di investimento molto sofisticati per cui non c'è un mercato secondario e la difficoltà nel vendere deriva anche dalla dimensione di queste quote, che in Europa per esempio hanno taglio minimo medio di 500.000 euro. Per risolvere questi problemi sono stati creati i fondi di fondi hedge, ovvero strumenti collettivi di raccolta del pubblico risparmio che investono in fondi hedge selezionati dai professionisti che organizzano i fondi di fondi. Da qui i fondi comuni di investimento che trattano quote di hedge funds, altri importanti attori del sistema shadow.

Diversi sono gli attori che concludono **Contratti repo**, operazioni tipiche del mercato monetario statunitense. Questo tipo di contratto, che corrisponde in italiano alle operazioni 'pronti contro termine', riguarda la vendita di titoli che viene effettuata dai vari dealer sul mercato secondario dei titoli di Stato: i titoli vengono venduti a pronti con il simultaneo accordo di riacquisto a termine ad un prezzo prefissato. Il contratto repo (o repurchase agreement) specifica il prezzo di acquisto (valore nominale del prestito), il tasso di interesse implicito dell'operazione, la scadenza e i titoli oggetto dello scambio. Il margine lucrato dal dealer corrisponde alla differenza tra il prezzo di acquisto a pronti dei titoli ed il loro valore di mercato, e ha come obiettivo quello di proteggere il finanziatore dai rischi connessi ad un aumento dei tassi di interesse, e quindi dalla riduzione della garanzia. I repo si sono estesi ad altri segmenti del mercato monetario, diventando una modalità di finanziamento abbastanza diffusa da parte delle grandi imprese, delle banche e di altre importanti istituzioni. Sono usati molto spesso dalle banche centrali quando operano nel mercato

monetario con operazioni di mercato aperto, con lo scopo di immettere o assorbire moneta.

### **1.c. COME OPERA LO SBS**

Diversamente dal sistema bancario tradizionale, in cui le banche si finanziano tramite i depositi ed eventualmente ottengono liquidità dalla banca centrale, il sistema bancario ombra si finanzia attraverso il mercato, esponendo i suoi attori alla potenziale carenza di liquidità, e al rischio di dover vendere a prezzi ridotti le attività dei portafogli in loro possesso. In poche parole la creazione di credito parte da un collaterale, cioè un bene reale o finanziario che serve come garanzia di un ipotetico debitore quando contrae un prestito; solitamente il collaterale sono titoli cartolarizzati e ipotecari. Ritengo sia utile aprire una parentesi riguardo alla spiegazione di quello che è un titolo cartolarizzato. Cartolarizzare significa tramutare una attività finanziaria indivisa in una attività divisa e vendibile nel mercato, cioè in titoli. Se, per esempio, una banca necessita di liquidità può cartolarizzare i prestiti mutuari, e vendere i titoli creati dalla cartolarizzazione che hanno come garanzia i mutui stessi. Ritornando al meccanismo dello shadow banking system, in sostanza le diverse entità finanziarie all'interno del sistema si passano il collaterale in cambio di nuovo credito, che è sì garantito dal titolo stesso ma viene creato dal nulla, e trasformano allo stesso tempo liquidità, maturità e merito creditizio.

### **1.d. RISCHI E PREGI DELLO SBS**

#### **RISCHI:**

---

-di natura bancaria (**elevata trasformazione delle scadenze** e della liquidità). La trasformazione delle scadenze è una tecnica attraverso cui l'intermediario finanziario trasforma le caratteristiche temporali delle risorse finanziarie raccolte, con lo scopo di soddisfare le esigenze della clientela affidata; costituisce uno degli elementi principali su cui si basa la funzione di intermediazione delle banche. I rischi associati a questa tecnica vengono classificati in rischi di natura finanziaria ed economica, e derivano dall'imperfetta coincidenza tra i volumi e tra i tassi delle operazioni di raccolta e di impiego con scadenze diverse. Il pericolo che si creino disequilibri economici, finanziari e patrimoniali causati da un'eccessiva divaricazione tra la scadenza media delle attività e quella delle passività di bilancio è all'origine del principio di specializzazione temporale sancito dalla legge bancaria. Tale principio distingue le aziende di credito, alle quali è riservata l'operatività nel breve termine (con scadenza contrattuale entro 18 mesi) e istituti di credito speciale, caratterizzati da un'operatività nel medio-lungo termine. Il principio giustifica quindi i limiti che l'organo di vigilanza ha posto all'attività di prestito

oltre il breve termine delle banche ed alle forme di impiego e di raccolta a breve termine degli istituti di credito speciale. Alcuni studi hanno evidenziato l'importanza dell'equilibrio tra i flussi finanziari in entrata e in uscita determinati dalla durata residua delle attività e delle passività, oltre che tecniche di copertura dei rischi di tasso derivanti dalla trasformazione delle scadenze. Le entità che operano all'interno del sistema bancario ombra pongono in essere determinate attività che si basano su finanziamenti a breve termine: questi tipi di finanziamento talvolta sono simili ai depositi, ed il rischio che ne viene è che, nel caso l'intermediario risulti insolvente, vi sia una massiccia corsa allo sportello da parte dei clienti;

**-uso eccessivo della leva finanziaria.** Tramite l'utilizzo della leva finanziaria (o "leverage") un soggetto ha la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto. Questo implica conseguentemente che lo stesso soggetto possa beneficiare di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello che avrebbe se decidesse di investire direttamente nel sottostante, ma dall'altro lato della medaglia lo espone al rischio di perdite molto significative. Concretamente parlando, l'effetto leva risulta di facile comprensione, considerando per esempio il caso dell'investimento in derivati, che ho tratto direttamente dal sito della Consob<sup>2</sup>. Ipotizzo di comprare un derivato che, tra un mese, dà il diritto di comprare 100 grammi di oro a un prezzo fissato oggi di 5.000 €. Potremmo comprare fisicamente l'oro con un esborso di 5000 € e tenerlo aspettando che il prezzo salga per poi rivenderlo. Se decidessimo invece di usare i derivati, non dovremmo avere 5000 €, ma unicamente il capitale necessario per comprare il derivato. Mettiamo che una banca venda per 100 € il derivato che ci consente di comprare tra un mese gli stessi 100 grammi di oro a 5.000 €. Se tra un mese l'oro vale 5.500, lo possiamo comprare e rivendere immediatamente, realizzando un guadagno di 500 €. Tolti i 100 € del prezzo del derivato realizziamo con 100 € un profitto di 400 €, ovvero del 400%. Da questo semplice esempio si può ben capire quali siano le potenzialità dell'utilizzo della leva finanziaria. Come già anticipato in precedenza, però, l'effetto moltiplicatore della leva finanziaria, oltre ad amplificare il guadagno derivante dall'investimento, ne amplifica anche le perdite, nel caso l'investimento stesso non andasse a buon fine. Un altro importante aspetto da considerare riguarda la cosiddetta 'leva finanziaria al quadrato': infatti le diverse leve finanziarie possono essere cumulate nello stesso investimento a scopo speculativo, moltiplicando i guadagni ma tuttavia anche le possibili perdite. La possibilità di utilizzare l'effetto leva in un numero maggiore di strumenti finanziari e per un numero sempre più importante di piccoli investitori, è una lama a doppio taglio, e necessita della giusta attenzione. Se il sistema finanziario nel suo complesso lavora poi con

---

<sup>2</sup> <http://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>

una leva molto elevata e gli istituti finanziari si prestano soldi a vicenda per moltiplicare i possibili profitti, la perdita di un singolo investitore può innescare un effetto domino contagiando l'intero mercato finanziario.

**-Forme imperfette di trasferimento del rischio di credito.** E' utile, per definire questo tipo di rischio, partire dalla sua definizione. Il rischio di credito rappresenta il rischio che il debitore non sia in grado di adempiere ai suoi obblighi di pagamento di interessi e di rimborso del capitale. Il rischio di credito fa parte di tutte le attività di prestito, influenzando le scelte d'investimento delle banche, degli intermediari finanziari e degli investitori in titoli obbligazionari. Di norma più elevato è il rischio di credito, più elevato sarà il tasso di interesse richiesto dall'acquirente del titolo come compenso per la maggiore esposizione a tale rischio. Il rischio di credito è influenzato in via generale dal ciclo economico, mentre in via più specifica da eventi legati al debitore (si parla, in questo caso, di rischio emittente o rischio specifico); generalmente si riduce nei periodi di espansione economica, mentre aumenta nei periodi di recessione. Ogni volta che si verifica l'eventualità che l'emittente non sia in grado di ripagare il debito contratto, né di corrispondere gli interessi maturati, le agenzie di rating provvedono a ridurre il rating attribuito all'emittente (dowgrading). Ovviamente le obbligazioni emesse da società ritenute più rischiose dal punto di vista della solvibilità, e, quindi, con un rating basso, sono quelle che offrono i maggiori rendimenti, proprio perché gli investitori sono disposti ad assumersi un rischio elevato solo in cambio di un'elevata remunerazione. Il rischio di credito viene valutato in relazione allo strumento finanziario a cui è necessariamente affiliato. Se si parla di obbligazioni, la misura del rischio di credito è rappresentata dal rating assegnato all'emittente e ai titoli dalle agenzie di valutazione del debito. Nel caso dei prestiti bancari, la valutazione del rischio di credito è rappresentata dalla classe di merito assegnata dalla banca erogatrice al soggetto che ha richiesto il prestito e all'operazione stessa di prestito. Un'altra misura del rischio di credito è rappresentata dal premio al rischio (anche detto credit spread) determinato dal mercato, e non sempre veritiero. Di norma le banche si cautelano dal rischio di credito attraverso una precisa valutazione della solvibilità e dell'affidabilità di chi richiede un prestito, oppure concedendo prestiti assistiti da garanzie, o costituendo dei fondi di recupero crediti. Per un investitore che voglia coprirsi dal rischio di credito vi è la possibilità di ricorrere alla diversificazione del proprio portafoglio, investendo sia in titoli rischiosi sia in titoli con una minore esposizione al rischio. Una valida alternativa, sia per le banche sia per gli investitori utilizzata per gestire in modo efficiente il rischio di credito è il ricorso a particolari strumenti derivati detti credit derivatives.

**-possibili arbitraggi regolamentari.** L'arbitraggio regolamentare si serve delle opportunità

derivanti da previsioni regolamentari incoerenti per migliorare la combinazione rischio-rendimento dell'attivo di una banca o di una istituzione finanziaria. Il sistema bancario ombra può essere utilizzato per eludere la regolamentazione applicata alle normali banche, in quanto frammenta il tradizionale processo di intermediazione creditizia in strutture giuridicamente indipendenti che trattano le une con le altre. Questo può spingere l'intero sistema finanziario verso un livellamento normativo più basso, perché tutti gli intermediari finanziari 'cercano di imitare le entità del sistema bancario ombra o di spingere determinate operazioni/entità che non rientrano nel loro consolidamento'<sup>3</sup>.

---

## **PREGI**

Per poter definire gli aspetti positivi dello shadow banking è utile confrontare questo sistema con gli aspetti negativi o comunque che appesantiscono eccessivamente il sistema bancario tradizionale. Come è noto, le attività che pongono in essere gli istituti finanziari tradizionali sono particolarmente ed altamente regolate, mentre di converso lo sbs risulta meno regolato, in conseguenza del fatto che risulta difficile per il legislatore tracciare delle regole comuni per le varie e complesse entità shadow. Il fatto di essere meno regolamentato implica inevitabilmente che il sistema bancario ombra sia guidato in buona percentuale dall'arbitraggio regolamentare, e la sempre più restrigente normativa in ambito tradizionale bancario non fa altro che alimentare questo 'sottosistema'.

'regulatory arbitrageurs might use deal structures that carry higher transaction costs than the regulated alternative, but that offer a net gain to parties because they avoid regulation'<sup>4</sup>

Il mondo dell'arbitraggio regolamentare è un mondo privilegiato ed elitario, che necessariamente comporta uno svantaggio per gli operatori di mercato che non hanno le competenze o i giusti collegamenti per entrare a farne parte. Le attività del sistema bancario ombra, se non fossero guidate da questo genere di arbitraggio potrebbero costituire un bene comune, che porterebbe a sfruttarne l'enorme potenziale economico di tutto il sistema shadow. Tra queste attività rientra la 'disintermediazione', ovvero la rimozione della necessità di intermediazione tra le fonti di finanziamento e gli utilizzatori di fondi. Vi è inclusa anche la decentralizzazione della fornitura di prodotti e servizi finanziari, che potrebbe aumentare l'efficienza, anche se di converso potrebbe anche aumentare i rischi. Per quanto riguarda la

---

<sup>3</sup> Pluchino (2014).

<sup>4</sup> Victor Fleischer, Regulatory Arbitrage, 89 TEx. L. REv. 227, 275 (2010).

disintermediazione, è noto che le banche, come istituzioni a scopo di lucro, seguono la massima fondamentale del 'buy-low, sell-high', concedendo a prestito ad un tasso di interesse superiore rispetto al tasso di interesse al quale si indebitano. La disintermediazione permessa dal sistema shadow consente di prendere a prestito evitando di pagare la differenza tra i due tassi, per esempio utilizzando i famosi conduit o analogamente le Special Purpose Entities. Solitamente però alcuni enti a scopo di lucro che sono presenti nel sistema shadow, come banche di investimento società finanziarie o fondi speculativi, rendono meno efficiente il ruolo di intermediazione finanziaria altrimenti svolto dalla banca tradizionale, anche se i bassi costi normativi del sistema di intermediazione non-bancaria, può comunque garantire una certa efficienza. Nel tentativo di sfruttare la stessa onda della decentralizzazione presente nel sistema shadow, negli ultimi anni si sono verificati fenomeni che sono destinati a rivalutare e a restringere il ruolo di intermediazione tradizionale attuato dalle banche; tra questi va meritatamente data attenzione alla moda dei prestiti pari a pari (p2p) che si sta sviluppando negli Usa ma negli ultimi tempi anche in molti paesi europei. Vi sono delle piattaforme basate su internet dove si incontrano la domanda e l'offerta di piccoli prestiti. La logica sottostante è semplice: chi desidera credito si affida alle varie piattaforme informatiche p2p dove il sito stesso offre l'operazione a un gruppo di finanziatori, affettandola per dividere il rischio; i tassi di interesse sono determinati o dal sito o dagli stessi soggetti finanziatori. Il risparmio derivante da questo nuovo metodo di intermediazione deriva dal fatto che la piattaforma p2p, diversamente dalla banca, non impiega il proprio capitale nelle operazioni e conseguentemente non lo deve remunerare, limitandosi ad offrire un servizio. Per quanto riguarda l'aspetto del decentramento, invece, esso può aumentare il benessere dei consumatori, ampliando la varietà di fondi e prodotti finanziari disponibili per i singoli investitori, consentendo loro di costruire portafogli su misura in base alle loro preferenze. Un sistema finanziario decentrato può anche essere più robusto di fronte a shock negativi del mercato, perché se le perdite vengono distribuite tra molte piccole istituzioni finanziarie, alcune imprese fallirebbero evitando il rischio di contaminare l'intero mercato.

---

## **2.L'IMPATTO DELLE ATTIVITA' SHADOW NELLA CRISI FINANZIARIA DEL 2007**

Prima di passare alla parte più corposa di questa tesi, riguardante l'aspetto regolamentativo del sistema bancario ombra, è utile determinare il ruolo e gli effetti collaterali causati dalle attività shadow all'interno della crisi finanziaria mondiale avvenuta nel 2007, dopo lo scoppio del caso Lehman. I rischi precedentemente argomentati, iniziarono a manifestarsi nell'estate del 2007, a causa del fatto che vi era il bisogno da parte di alcuni intermediari di salvare fondi che si trovavano in difficoltà e che gli stessi intermediari sponsorizzavano. Relativamente a ciò che accadde in quei mesi, numerose agenzie di rating annunciarono il declassamento, ossia una revisione al ribasso, del grado di affidabilità di diverse cartolarizzazioni complesse, le quali potevano precedentemente contare su un rating elevato, nonostante i loro sottostanti fossero costituiti da mutui subprime. I subprime sono prestiti o mutui erogati a clienti definiti “ad alto rischio”. Sono chiamati prestiti subprime perché sono di qualità non primaria a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio a cui sottopongono il creditore, o in altre parole sono di qualità inferiore ai debiti primari (prime), cioè quei debiti che rappresentano dei prestiti erogati in favore di soggetti con una storia creditizia e delle garanzie sufficientemente affidabili. In un sistema economico mondiale ben collegato come è quello dei nostri giorni, la crisi si trasferì rapidamente in Europa: qui diversi intermediari finanziari e bancari si resero conto che il processo di trasferimento del rischio di credito, allora basato su un sistema di cartolarizzazioni complesse e opache non era più in grado di alimentare il rifinanziamento delle proprie passività, perdendo inevitabilmente di affidabilità. Un maggior rilievo in questo contesto non più sicuro, lo assunsero le cartolarizzazioni con elevata trasformazione delle scadenze, in gergo finanziario vengono chiamate Asset-backed commercial papers (ABCP): queste non sono altro che una fonte di finanziamento a breve termine per le imprese, delle sottospecie di cambiali che le imprese stesse emettono e che vengono sottoscritte da istituti finanziari, i quali si trovano così ad avere nei loro portafogli la c.d. carta commerciale con diverse scadenze, che sarà in seguito cartolarizzata. ‘Criteri prudenziali di consolidamento poco rigorosi dei veicoli o dei conduit comportarono l’emersione inattesa di contingent liabilities (sopravvenienze passive) e l’attivazione di linee di liquidità da parte degli “sponsor” di tali strutture’<sup>5</sup>. Questo causò la necessità per alcuni intermediari di ricorrere al credito di ultima istanza mentre altri fallirono. Il downgrading dei numerosi crediti cartolarizzati causò ingenti perdite agli intermediari bancari tradizionali che possedevano portafogli colmi di suddette attività, con conseguente

---

<sup>5</sup> C. Barbagallo, Lo shadow banking e la regolamentazione italiana, World Finance Forum 2015

richiesta di fondi verso gli apparati pubblici, che numericamente corrispondevano a diversi punti percentuali del PIL. Ad alimentare la crisi, dandole sempre più spazio di manovra e di propagazione, furono i fondi di mercato monetario (FMM), specie quelli a NAV costante (c.d. fondi C-NAV). Il NAV non è altro che il rendimento degli strumenti finanziari di un fondo sottratto della spesa che occorre sostenere per detenere quegli stessi strumenti, il tutto rapportato al numero di quote in cui è stato suddiviso il fondo in questione: in poche parole il Net Asset Value permette di valutare il rendimento di un portafoglio o di un fondo come in questo caso. Avvenimenti e dati alla mano, dopo la crisi di Lehman Brothers, nel settembre del 2008, parallelamente con le difficoltà della nota società di assicurazioni statunitense, l'AIG, che aveva collocato carta commerciale in numerosi FMM, un fondo americano di modeste dimensioni (il Reserve primary fund) che possedeva una quota significativa del proprio portafoglio investito in titoli Lehman, non fu in grado di mantenere inalterato il valore delle quote detenute. Di lì a poco, con il riscatto improvviso delle stesse quote, vi fu una gravosa crisi a catena: il fondo venne messo in crisi, causando, negli Stati Uniti, sfiducia nei confronti dei FMM; in più vi fu un epocale riscatto pari a circa 300 miliardi di dollari (14 % delle attività di quella classe di fondi), alimentato dal fatto che c'era un forte incentivo ad anticipare le mosse degli altri investitori. Ad impedire la crisi sistemica di questo mercato, il Tesoro americano stanziò circa 50 miliardi di dollari, che in qualche modo arginarono le conseguenze di questa catena di eventi negativi. Lo stesso accadde in Europa, dove numerosi FMM, che le banche utilizzavano per raccogliere a breve termine nei mercati all'ingrosso, subirono riscatti rilevanti, a discapito delle stesse banche che ne usufruivano. Ovviamente l'intero sistema, basato sulla canalizzazione della liquidità dai detentori di fondi liquidi in cerca di rendimenti verso le banche di investimento unitamente ai soggetti che raccoglievano liquidità a breve termine dando in garanzia un collaterale, andò in crisi. Accadeva che i broker-dealers arrivassero ad offrire liquidità nel mercato repo bilaterale, con lo scopo di usare i titoli ottenuti come garanzia collaterale per compiere ulteriori transazioni (c.d. rehypothecation). Poco prima della crisi finanziaria vi era nei mercati una fase di bassa volatilità, che aveva indotto gli attori dello sbs, e di converso le loro controparti che operavano nel settore bancario tradizionale, a raccogliere a breve termine dando in garanzia dei titoli cartolarizzati che avevano come sottostante mutui ipotecari subprime. L'inatteso peggioramento dei mercati, in controtendenza rispetto alle previsioni che vedevano il perdurare della bassa volatilità, spinsero le banche ad un aumentare le garanzie bilaterali, c.d. margin call, creando conseguentemente forti svendite di attività finanziarie in un breve lasso di tempo in mercati che diventavano progressivamente sempre meno in grado di fornire liquidità ai propri partecipanti. Ciò ha generato una spirale negativa tra i valori degli attivi e i margini richiesti. Con la crisi di Lehman Brothers molti soggetti attivi

sui mercati repo si ritirarono dalle transazioni, appesantendo la crisi di liquidità. Le due clearing banks al centro del tri-party repo market (la Bank of New York Mellon e la J.P. Morgan Chase) si trovarono a gestire un eccessivo rischio di credito infragiornaliero (cit.Barbagallo). Per calmare le acque e ripristinare un certo livello di fiducia, la Federal Reserve dovette intervenire, sollecitando gli intermediari ad attuare una profonda riforma di questa importante infrastruttura di mercato. In sintesi nei due decenni che hanno preceduto la crisi, il mercato all'ingrosso della liquidità a breve termine era cresciuto significativamente, grazie al contributo dato da fattori di domanda, come per esempio il bisogno di rifinanziare i veicoli di cartolarizzazione, sia grazie a fattori di offerta. Tutto questo ha determinato una significativa trasformazione delle scadenze, della liquidità, nonché una elevata leva finanziaria, effetti collaterali del sistema bancario ombra. Inoltre la nascita e la crescita di questo sistema di intermediazione si è sviluppato al di fuori del perimetro regolamentare delle banche tradizionali, ricordando comunque che numerosi intermediari finanziari tradizionali gestivano indirettamente numerose attività shadow.

---

### **3.REGOLAMENTAZIONE DELLO SBS**

Al di là della regolamentazione che ogni paese sta ponendo in essere per quanto riguarda lo sbs, è utile analizzare l'aspetto regolamentativo del sistema shadow all'interno del contesto internazionale portando in evidenza il lavoro svolto dal Financial stability board, dalla Commissione Europea, e dal Parlamento europeo. Durante il vertice di Seul del novembre del 2010, i leader del G20 hanno affidato al FSB e ad altri organismi preposti a stabilire le norme a livello internazionale, il compito di rafforzare la vigilanza e la regolamentazione dello sbs. Il Fsb ha risposto a questa richiesta presentando nell'ottobre del 2011, una relazione che pone in essere il tentativo di affrontare i problemi posti dal sistema bancario ombra. Questo rapporto definisce i principi per la vigilanza e la regolamentazione del sbs, dà il via ad un processo che ha lo scopo di individuare e valutare i rischi sistemici del sbs, determina il campo di applicazione di possibili misure di regolamentazione. Come già accennato in precedenza il FSB definisce le entità che operano all'interno dello sbs, quelle entità che si occupano di raccogliere finanziamenti con modalità analoga ai depositi, di realizzare la trasformazione delle scadenze e della liquidità, consentire il trasferimento del rischio di credito e usare la leva finanziaria. Accade spesso, come in passato che le attività dello sbs siano in qualche modo collegate alle attività del sistema bancario tradizionale; un fallimento bancario può causare significativi fenomeni di contagio, e in situazioni di emergenza i rischi che si assumono gli attori dello sbs possono essere trasmessi al settore bancario tradizionale, attraverso l'assunzione diretta di prestiti dal sistema bancario o vendite massicce di attività con ripercussioni sui prezzi delle

attività finanziarie e immobiliari. Alla luce dell'enorme rischio sistemico che incombe nella relazione tra i due tipi di intermediazione, le autorità sono costrette a trovare il modo migliore per disciplinare le entità e le attività del sistema bancario ombra. L'approccio in materia di vigilanza dello sbs deve essere attuato a livello adeguato così da ricoprire il livello nazionale ed internazionale, deve essere proporzionato e tener conto delle competenze già esistenti in materia di vigilanza, nonché essere integrato in un quadro macroprudenziale. Secondo il Fsb le misure di regolamentazione devono essere mirate proporzionate lungimiranti flessibili ed efficaci, oltre ad essere soggette a valutazione (cit Pluchino). Questi principi generali sono ritenuti opportuni anche da parte della Commissione Europea che ha sottolineato l'importanza di trovare il giusto equilibrio tra la regolamentazione indiretta, ovvero dei legami tra il normale sistema bancario e le entità shadow, un'adeguata revisione della normativa vigente in materia, e in ultima istanza si deve creare una nuova regolamentazione che sia specificatamente applicabile per le entità e le attività dello sbs. Questi tre approcci normativi sono complementari. Dal punto di vista della regolamentazione bancaria le questioni poste in esame riguardano la considerazione del trasferimento indebito dei rischi verso le entità dello sbs, e di converso la limitazione dell'esposizione del sistema bancario tradizionale verso entità del sistema bancario ombra, nonché la necessità da parte della regolamentazione da porre in essere di coprire tutte le attività pertinenti alla gestione bancaria. La normativa bancaria dell'Ue tutt'ora vigente, è limitata agli istituti finanziari che accettano depositi ed erogano crediti, anche se la Commissione sta valutando di estenderla agli istituti che non accettano depositi, limitando conseguentemente futuri arbitraggi normativi da parte di chi emette il credito. Un'altro aspetto rilevante riguarda la regolamentazione di quel genere di attività che consente di aumentare rapidamente la leva finanziaria e da cui attingono gli attori dello sbs quando necessitano di fondi, ovvero le operazioni di prestito titoli e le operazioni pronti contro termine (contratti repo). Secondo la Commissione, è necessario soffermare l'attenzione sull'effetto leva globale che risulta da prestiti di titoli, e gestire le garanzie e le operazioni del mercato pronti contro termine, per permettere alle autorità di vigilanza di avere informazioni attendibili per valutare l'effetto leva e gli strumenti finanziari che lo controllano, e soprattutto per evitare effetti negativi eccessivi, causati dall'uso della leva stessa.

### **3.a. PROPOSTA DI RISOLUZIONE DEL PARLAMENTO EUROPEO (25/10/2012 E 20/11/2012)**

La relazione ECON proposta dal Parlamento Europeo, si inquadra nell'ambito dell'attività non legislativa del Parlamento Europeo, iniziando il suo lavoro a partire dai documenti del FSB e dal Libro Verde della CE per quanto riguarda lo sbs. Il testo, che in particolare si propone di risolvere gli aspetti rilevanti del sistema bancario ombra, è stato approvato a Strasburgo il 20 novembre 2012. In particolare La Commissione ha approfondito alcuni degli aspetti connessi alla regolamentazione del fenomeno cercando di presentare proposte legislative adeguate in determinate aree specifiche. L'indicazione del Parlamento riguarda in particolare la necessità di migliorare il controllo prudenziale per ridurre i rischi sistemici posti dallo shadow banking, senza rendere inefficaci i benefici che lo stesso potrebbe comportare al sistema economico.

Come già detto il sistema bancario ombra non funziona da solo, ma in relazione al sistema bancario tradizionale; l'ECON, che tiene in considerazione questa connessione tra i due sistemi, sottolinea il fatto che questo legame vada reso più trasparente e contrastato da un punto di vista normativo per limitare il rischio sistemico. Durante la crisi le banche non sono state gravemente colpite soltanto dalla generale instabilità dei mercati, ma anche dai rapporti che intrattenevano con il sistema bancario ombra, investendo in prodotti cartolarizzati, utilizzandoli come garanzie nelle operazioni pronti contro termine e offrendo sostegno a parecchie entità del sistema bancario ombra sotto forma di garanzie sui crediti. Nonostante i modesti effetti positivi della cartolarizzazione, le banche hanno mantenuto determinate interrelazioni con le entità shadow facendosi carico della maggior parte delle perdite. Nel momento in cui i mercati si sono resi conto che la continua cartolarizzazione dei mutui aveva portato ad abbassare gli standard necessari per concedere un prestito, la crisi finanziaria ha cominciato a prendere piede. Le società veicolo che avevano acquistato i prodotti cartolarizzati non potevano posticipare a proprio piacimento il finanziamento e chi li promuoveva, le banche appunto, ha dovuto correre in loro soccorso.

Quando il valore dei prodotti cartolarizzati è sceso drasticamente, specialmente quelli che contenevano mutui subprime, le controparti delle operazioni pronti contro termine hanno costretto gli emittenti ad erogare maggiori garanzie oppure hanno rifiutato il differimento del finanziamento. Questo ha causato l'inadempienza degli emittenti, per esempio Lehman, e in alcuni casi ha costretto le case madri a fornire sostegno in misura massiccia (es. Bear Stearns

con i suoi hedge fund). Come anticipato, la mozione approvata il 20 novembre 2012 conteneva raccomandazioni alla Commissione Europea ad adottare proposte legislative in determinate aree: in particolare sono stati imposti dei requisiti patrimoniali a conduits e veicoli simili, come i veicoli strutturati di investimento (SIV), con la fissazione del limite per le grandi esposizioni al 25% dei fondi propri per tutte le entità non regolamentate. Sono state poste in esame delle possibili soluzioni con lo scopo di assicurare che le entità non consolidate dal punto di vista contabile lo siano a fini prudenziali per rendere più affidabili le liquidità bancarie; ha preso piede anche una proposta legislativa per separare le attività al dettaglio dalle attività di investimento delle banche; altro argomento di intervento si riferisce alla necessità di maggiore trasparenza per quanto riguarda le operazioni pronti contro termine e del prestito di titoli, che assolve un'importante funzione nel finanziamento degli istituti finanziari, oltre alla necessità di maggiore trasparenza nell'attività di cartolarizzazione, che può avere effetti positivi nella distribuzione dei rischi, se maggiormente standardizzata all'interno di ciò che può essere cartolarizzato e se vengono imposti dei requisiti di mantenimento del rischio più rigorosi. Durante la crisi finanziaria, i fondi comuni monetari (FCM) hanno svolto un ruolo importante, e per questo la Commissione ha imposto agli stessi fondi l'obbligo di passare a un valore patrimoniale variabile, con valutazione giornaliera, oppure di rispettare i requisiti di capitale in caso di mantenimento del valore costante (cit. Pluchino). Si è ritenuto opportuno contrastare la vulnerabilità strutturale di alcuni fondi, negoziati in borsa (ETF), per ridurre i rischi ad essi associati quali il rischio di controparte e di arbitraggio regolamentare.

### **3.b. DOCUMENTI DEL FINANCIAL STABILITY BOARD**

Il 18 novembre 2012 il FSB ha presentato un primo set di raccomandazioni per rafforzare il monitoraggio e la regolamentazione del sistema bancario ombra. L'obiettivo del FSB è stato quello di garantire che lo shadow banking sia soggetto a monitoraggio e regolamentazione appropriati per rilevare e gestire i rischi prodotti al di fuori del normale sistema bancario, senza per questo annullare le modalità di finanziamento non bancarie da cui tali rischi non vengono generati. Questo perché l'idea di fondo è che un sistema di intermediazione creditizia non bancaria sostenibile, con rischi moderati e controllati, possa fornire credito a breve e lungo termine a famiglie e imprese in un modo efficiente sotto il profilo dei costi, contribuendo alla concorrenza con il normale sistema bancario, riducendo il costo del credito. Tenuto conto della interconnessione dei mercati e della grande capacità di adattamento del sistema bancario ombra, l'approccio corretto deve essere messo in atto a livello globale per evitare rischi di arbitraggio e in proporzione ai rischi per la stabilità. Per questo il FSB, in collaborazione con il Comitato di Basilea e l'Organizzazione Internazionale delle Autorità di controllo dei mercati finanziari

(IOSCO), ha utilizzato come punto di partenza per l'analisi, quelle attività proprie dello shadow banking da cui si sono originati rischi durante la crisi finanziaria, e di conseguenza ha sviluppato delle raccomandazioni relative in particolare a cinque aree. Nello specifico lo scopo è quello di mitigare gli effetti dell'interazione tra sistema bancario regolare e sistema ombra, attenuare i rischi sistemici relazionati agli FCM, come il rischio di 'corsa agli sportelli', e più in generale valutare ed attenuare i rischi sistemici che possono causare altre entità del sistema ombra; inoltre ritiene utile valutare e stabilizzare gli incentivi che porta con se l'attività di cartolarizzazione; in ultima istanza ridurre i rischi prociclici collegati alle operazioni di prestito titoli e ai pronti contro termine, che tendenzialmente accentuerebbero le normali fluttuazioni di un ciclo economico, specie durante la fase recessiva. Sottolineate queste aree di intervento sono stati costituiti cinque gruppi di lavoro. Al Comitato di Basilea e allo IOSCO è stato affidato l'intervento rispettivamente, nelle attività riguardanti gli FCM, l'attività di cartolarizzazione, e le interconnessioni tra sbs e traditional , mentre due sottogruppi del FSB hanno lavorato nella valutazione dei rischi sistemici legati allo sbs nonché a quelli legati ai pronti contro termine e ai prestiti titoli. I gruppi hanno presentato il lavoro definitivo nel settembre del 2013. Il gruppo di lavoro del FSB, incaricato di valutare i rischi sistemici delle entità del sistema ombra diverse dai fondi comuni monetari, ha presentato un documento che pone l'attenzione su tre elementi principali. Come prima cosa, per individuare le entità non bancarie che possono causare rischi quali l'instabilità finanziaria e l'arbitraggio regolamentare, è stata definita la nozione di funzione economica. A tutte le funzioni economiche devono poi essere applicati dei principi da parte delle autorità, allo scopo di limitare il rischio sistemico associato a tali attività. Infine, per mantenere la coerenza tra le varie giurisdizioni e minimizzare il gap regolamentare nonché le opportunità di arbitraggio, è necessario un continuo scambio di informazioni tra le autorità incaricate attraverso il FSB.

Le funzioni economiche individuate dal gruppo di lavoro, che permettono di distinguere le entità e le attività non bancarie all'interno dell'intero sistema finanziario, sono state cinque<sup>6</sup>:

1. Gestione di fondi della clientela che hanno particolari caratteristiche e che possono provocare "corse al rimborso", per il fatto di attuare trasformazione delle scadenze e/o avere un alto leverage. Vi rientrano entità come i fondi di investimento;
2. Erogazione di prestiti sulla base di provvista a breve termine a clientela retail e a imprese per qualsiasi finalità, con rischi connessi alla trasformazione delle scadenze. Solitamente le entità che svolgono queste funzioni competono con le banche tradizionali, o intervengono con i loro servizi all'interno di settori in cui la presenza delle banche non è significativa.

---

<sup>6</sup> FSB (2015), 'Global shadow banking monitoring report 2015.

Inevitabilmente, questo genere di intermediari, comporta dei rischi all'interno dei settori in cui operano, i quali si amplificano se l'erogazione dei prestiti dipende prevalentemente da provvista a breve termine o all'ingrosso. Accade talvolta che questi intermediari vengano utilizzati dalle banche per aggirare la sfera normativa o i controlli delle autorità di vigilanza;

3. Intermediazione tra soggetti attivi sul mercato, che dipende dalla raccolta a breve termine o dalla raccolta certa di attività della clientela, per esempio il pronti contro termine. Questa funzione rappresenta i servizi di intermediazione in titoli o di mediazione per gli hedge fund. Le entità che svolgono questo tipo di funzioni vengono esposte a un elevato rischio di liquidità;

4. Banche o altri intermediari non bancari che abbiano facilitazioni all'erogazione del credito (es. concessione di garanzie). Questo può causare l'imperfetto trasferimento del rischio di credito e un aumento significativo della leva finanziaria nel sistema;

5. Cartolarizzazione e finanziamento di entità finanziarie.

---

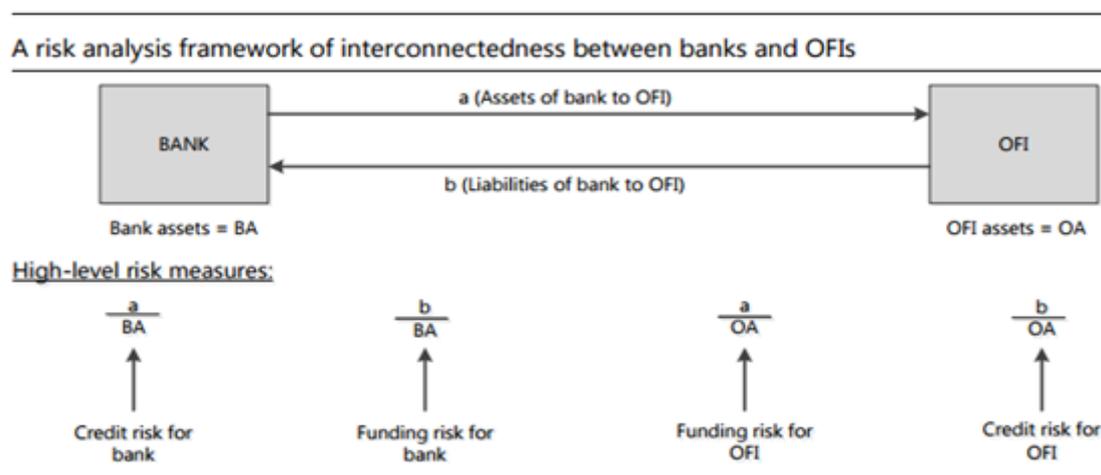
Per individuare le funzioni economiche, il gruppo di lavoro si è concentrato sulle attività di intermediazione del credito svolte da soggetti non bancari che si avvicinano per natura a quelle delle banche tradizionali, escludendo le entità che non abbiano tali caratteristiche o non facciano parte di una catena di intermediazione creditizia, come per esempio i fondi pensione. Questo genere di entità genera benefici per il sistema finanziario e per l'economia reale, perchè ad esempio fornisce fonti alternative di finanziamento o di provvista e crea concorrenza sui mercati finanziari, che può condurre a innovazione, allocazione efficiente del credito e ad una riduzione dei costi. Tutto ciò non esclude il fatto che questi intermediari creditizi, come le altre entità finanziarie non bancarie, possano essere fonte di rischio sistemico, essendo caratterizzate da prociclicità, dall'opportunità di arbitraggio regolamentare, e in generale eludendo la regolamentazione prudenziale applicata alle banche nonostante generino le stesse esternalità nel sistema finanziario. All'interno della complessità delle attività poste in essere nello sbs è possibile che la stessa entità svolga più attività e possa essere classificata dalle autorità in più di una delle categorie individuate attraverso il criterio della funzione economica.

## ATTIVITA' DI MONITORAGGIO DELL'FSB(global shadow banking monitoring report 2015)

Di seguito i grafici più significativi estratti dal ‘Global shadow banking monitoring report’ redatto nel 2015 dal Financial Stability Board.

Per valutare l'esistenza di collegamenti diretti, è indispensabile rilevare l'interconnessione tra le banche e gli altri intermediari finanziari, definiti dall'acronimo inglese OFI (other financial intermediaries). Basandosi sulle precedenti relazioni di monitoraggio del sistema bancario ombra da un punto di vista globale, l'esposizione creditizia unita alla dipendenza del finanziamento tra i due sistemi sono calcolate utilizzando la modalità indicata in figura 1. La metodologia si basa sull'esposizione bilaterale di bilancio aggregato tra i due settori (attività e passività delle banche verso OFI e OFI verso banche) rettificando attività e passività degli OFI che sono consolidate, a scopo prudenziale, in gruppi bancari ogni volta che le giurisdizioni sono state in grado di fornire la necessaria peculiarità nelle loro osservazioni dei dati. I risultati riguardanti l'interconnettività non sono strettamente comparabili tra giurisdizioni, in quanto non tutte le giurisdizioni hanno riferito le misure di interconnettività al netto del consolidamento prudenziale. Inoltre, alcune autorità erano in grado di segnalare solo una piccola percentuale delle attività e delle passività bancarie verso gli OFI.

**FIGURA 1. Interconnessione tra banche e OFI**



Servendosi dell'approccio delle ‘funzioni economiche’ individuate dai gruppi di lavoro del FSB, le attività poste in essere dalle entità che fanno parte dello Sbs hanno confermato una crescita al rialzo, nelle 26 giurisdizioni considerate, aumentando di 1.1 trilioni di dollari durante il 2014, e raggiungendo nel complesso i 36 trilioni di dollari. Basandosi su questa misura gli asset globali dello sbs sono aumentati in media di 1,3 trilioni \$ ogni anno dal 2011. A titolo di

confronto, le attività globali della categoria più ampia di intermediazione finanziaria non bancaria OFI, sono aumentate di 1,4 trilioni di dollari nel 2014, raggiungendo i 68 trilioni di dollari per le 26 giurisdizioni considerate. Se si utilizza un campione diverso, che prende in analisi 20 giurisdizioni e la zona euro nel suo complesso, il totale è stato pari a \$ 80 trilioni di dollari nel 2014, in aumento di 1.6 trilioni di \$. La crescita delle attività bancarie ombra a livello globale nel 2014 si è verificata sullo sfondo di un leggero calo delle attività del sistema bancario globale (tradizionale). Dopo essere aumentate in modo significativo nel 2011 e 2012, le attività del sistema bancario globale nelle 26 giurisdizioni sono rimaste praticamente stabili nel 2013 diminuendo nel 2014, raggiungendo complessivamente i 135 trilioni \$.

**FIGURA 2. Asset degli intermediari finanziari**

Assets of financial intermediaries			
26 jurisdictions			
	Size in 2014 (\$ trillion)	Growth in 2014 (year-over-year, percent)	Average annual growth (2011-2014, percent)
<b>Banks</b>	135	6.4	5.6
<b>OFIs</b>	68	9.0	6.3
<b>Shadow Banking</b>	36	10.1	6.3

Note: Growth rates adjusted for exchange rate effects.  
Sources: National financial accounts; other national sources; FSB calculations.

Misurando in percentuale il sistema bancario ombra all'interno del sistema finanziario nel suo complesso, si può notare come esso sia rimasto relativamente costante negli ultimi anni, attestandosi intorno al 12 % (fig.3). Tuttavia se si prende in considerazione il sistema bancario ombra in rapporto al PIL (fig.4), esso è passato dal 55% del 2012 al 59% del 2014. La crescita del sistema bancario ombra è stata associata alla crescita economica degli ultimi anni. Al netto degli effetti di cambio, le giurisdizioni con un aumento maggiore del patrimonio bancario ombra tra il 2010 e il 2014 tendevano ad avere una maggiore crescita del PIL nello stesso periodo di tempo. Come si può notare dai punti al di sopra della linea di 45 ° nel pannello di destra della figura, le attività bancarie ombra sono cresciute più rapidamente del PIL dal 2010 nella maggior parte delle 26 giurisdizioni prese in considerazione in sede d'analisi. Anche se tutto ciò riassume un vantaggio creato dal sbs, persiste la volontà di monitorare continuamente il sistema stesso con lo scopo di rilevare eventuali aumenti dei fattori di rischio sistemici (es maturità, trasformazione liquidità e leva) che potrebbero derivare dalla rapida espansione del credito rispetto al PIL forniti dal settore non bancario.

FIGURA 3. Quote, espresse in \$ e %, dell'attività finanziaria totale

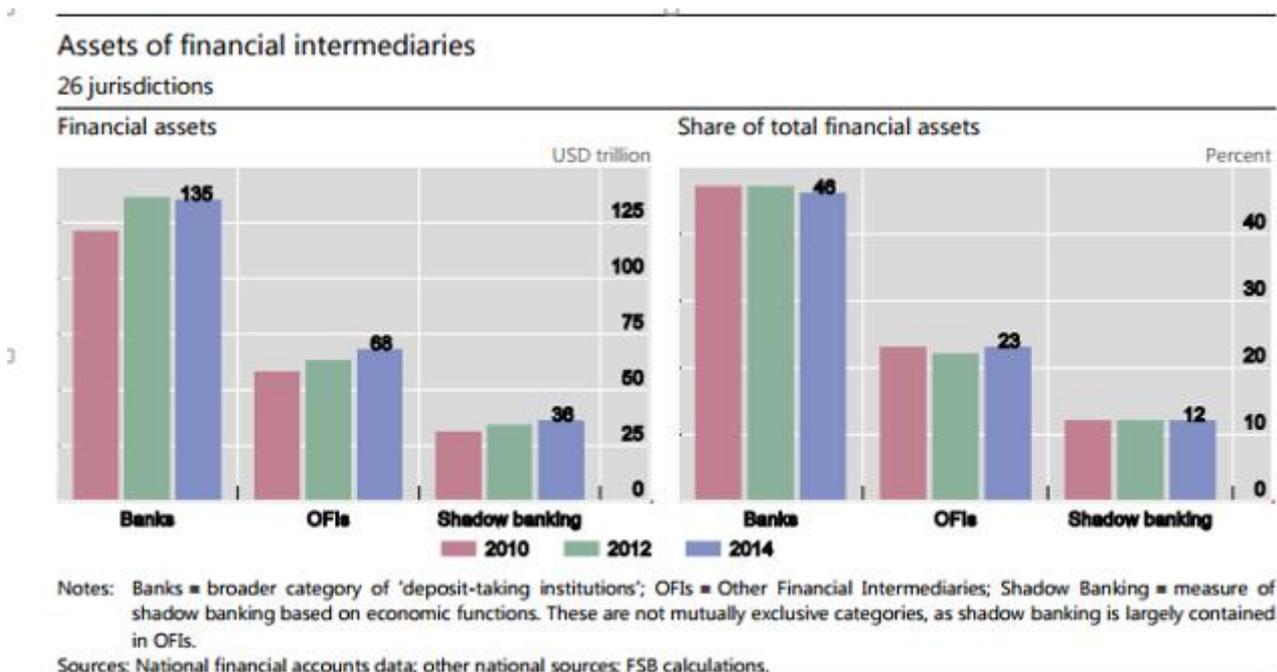
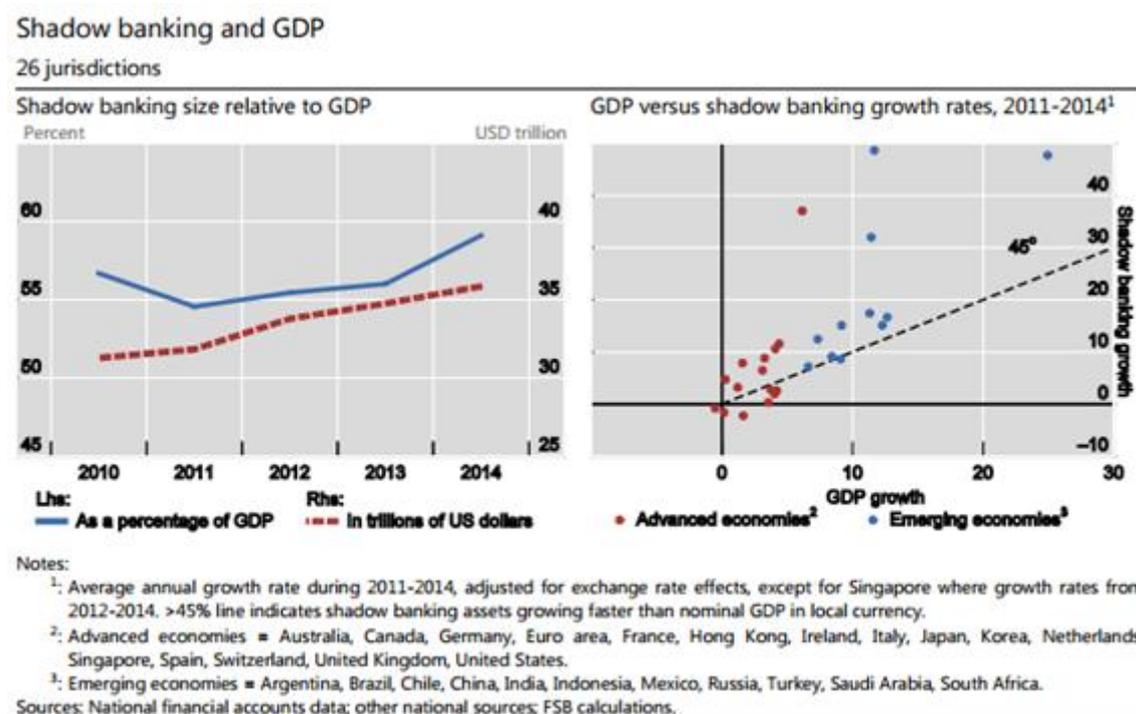


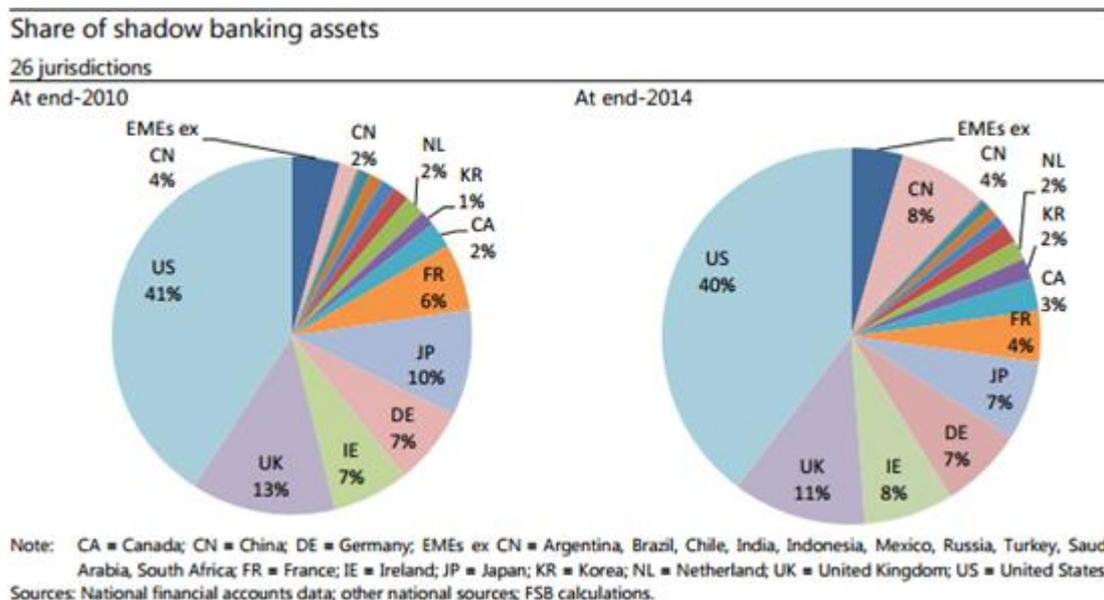
FIGURA 4. Il sistema bancario ombra in rapporto al PIL



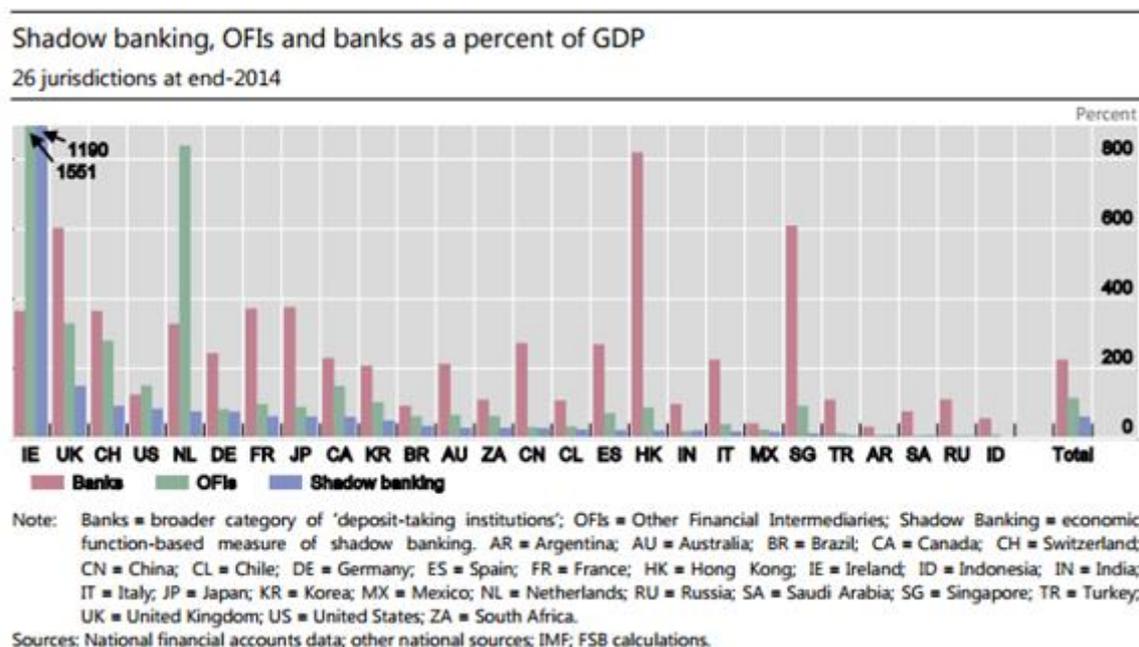
Vi è una notevole eterogeneità tra le singole giurisdizioni (Figura 5). Gli Stati Uniti hanno continuato ad avere il settore bancario ombra più grande, con 14.2 trilioni di \$ nel 2014, che rappresentano più di un terzo del patrimonio bancario ombra globale segnalato dalle 26 giurisdizioni (parte destra della figura). Il Regno Unito ha avuto il secondo settore bancario ombra più grande, pari a \$ 4.1 trilioni, mentre il relativo 29% del sistema bancario ombra è

concentrato in quattro giurisdizioni in Asia ed Europa. Il relativo declino del patrimonio bancario ombra dal 2010, in particolare in Giappone, Francia, Regno Unito, e gli Stati Uniti è stata controbilanciato da un aumento della quota in altre giurisdizioni. In particolare, la quota proveniente dalle economie emergenti (EME-emerging market economy) è raddoppiata dal 6% nel 2010 al 12% nel 2014, trainata soprattutto dalla Cina.

**Figura 5. Quota del settore bancario ombra nelle giurisdizioni esaminate**



**Figura 6. Dimensione del settore bancario tradizionale in relazione al sistema bancario ombra**

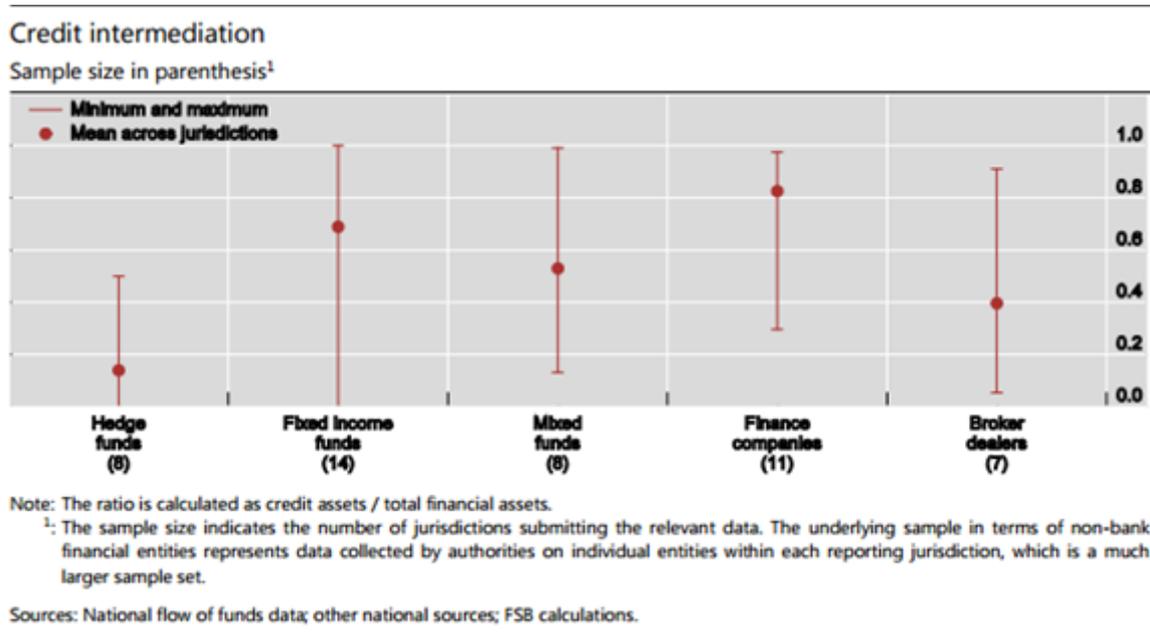


Come si nota dalla Figura 6, la dimensione del settore bancario tradizionale supera quella del sistema bancario ombra in modo significativo nella maggior parte delle giurisdizioni prese in esame. L'eccezione è l'Irlanda, in cui la dimensione del settore bancario ombra supera notevolmente le dimensioni del settore bancario, e ciò è dovuto alla natura internazionale del settore bancario ombra in Irlanda, che ha legami limitati nell'economia nazionale.

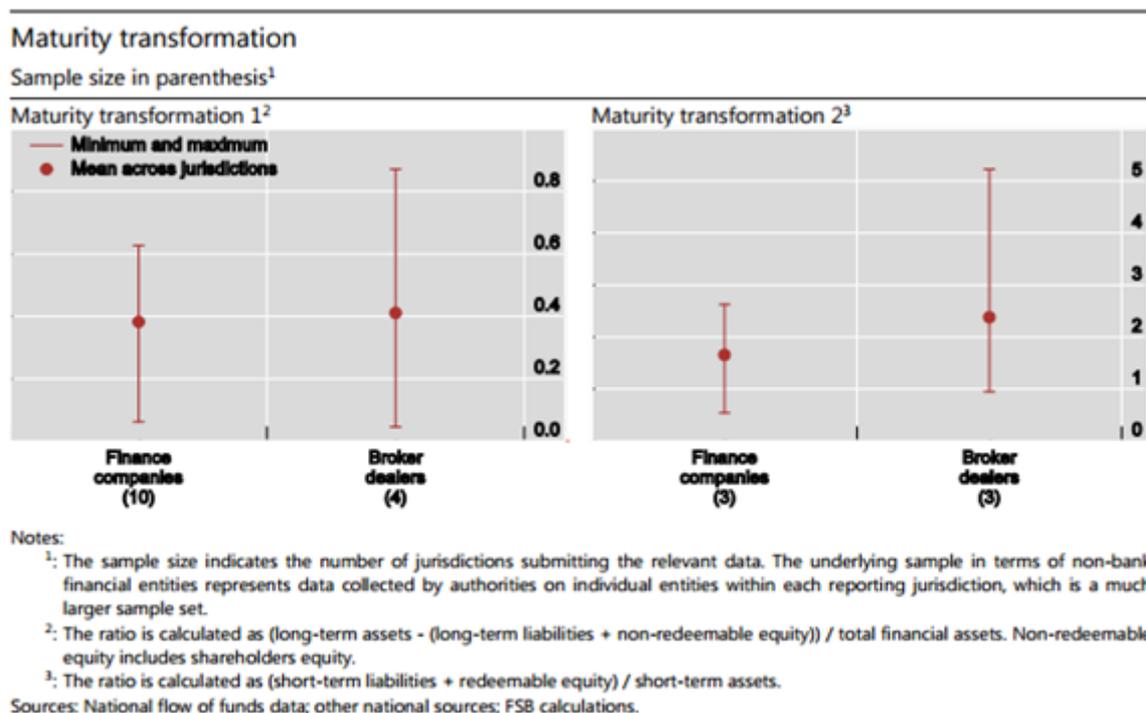
Il Financial Stability Board ha cercato di riflettere i rischi associati a ciascuna delle funzioni economiche che ha individuato, attraverso la raccolta di una serie di dati che hanno il compito di misurare, dove è possibile, gli aspetti di quattro rischi: trasformazione delle scadenze, la trasformazione della liquidità, l'imperfetto trasferimento del rischio di credito e la leva finanziaria. Un campione di dati riguardante l'intermediazione creditizia posta in essere dagli OFI, mostra l'estensione di questo genere di intermediazione. Questa raccolta di dati è utilizzata dalle autorità per determinare la misura in cui il credito di intermediazione si sta verificando. Misure di rischio sulla trasformazione delle scadenze mostrano anche variazioni tra tipi di entità. Ad esempio, le società finanziarie e i broker dealer mostrano moderati livelli medi di trasformazione delle scadenze, ma con una vasta gamma che indica maggiore trasformazione in queste funzioni economiche in alcune giurisdizioni. Le misure di rischio di indebitamento mostrano che la leva per i fondi, compresi i fondi speculativi, assume un livello da basso a moderato, mentre la leva per le società finanziarie e per i broker dealer è relativamente più

elevata. Questa distinzione è dovuta in parte ai rigidi limiti imposti all'uso della leva finanziaria sui fondi pubblici, considerando che il regolamento consente in genere livelli di utilizzo più elevati per i broker dealer. Per quanto riguarda invece gli hedge fund la leva finanziaria appare moderata.

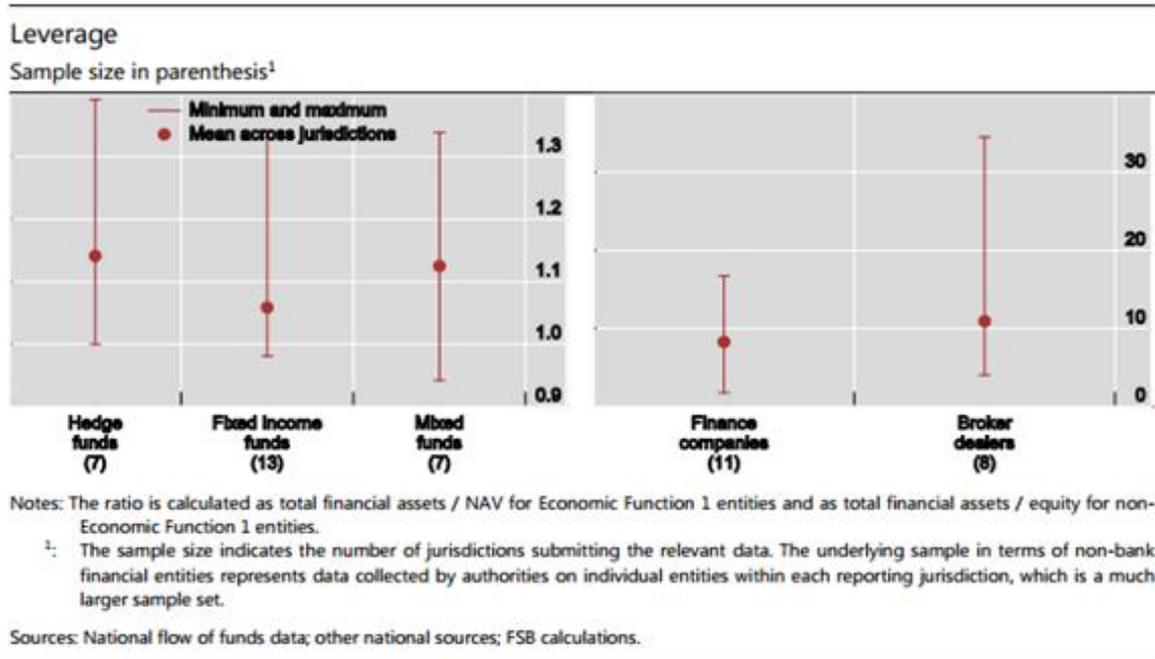
**Figura 7. Intermediazione creditizia posta in essere dagli OFI**



**Figura 8. Trasformazione delle scadenze**



**Figura 9. Leva finanziaria**



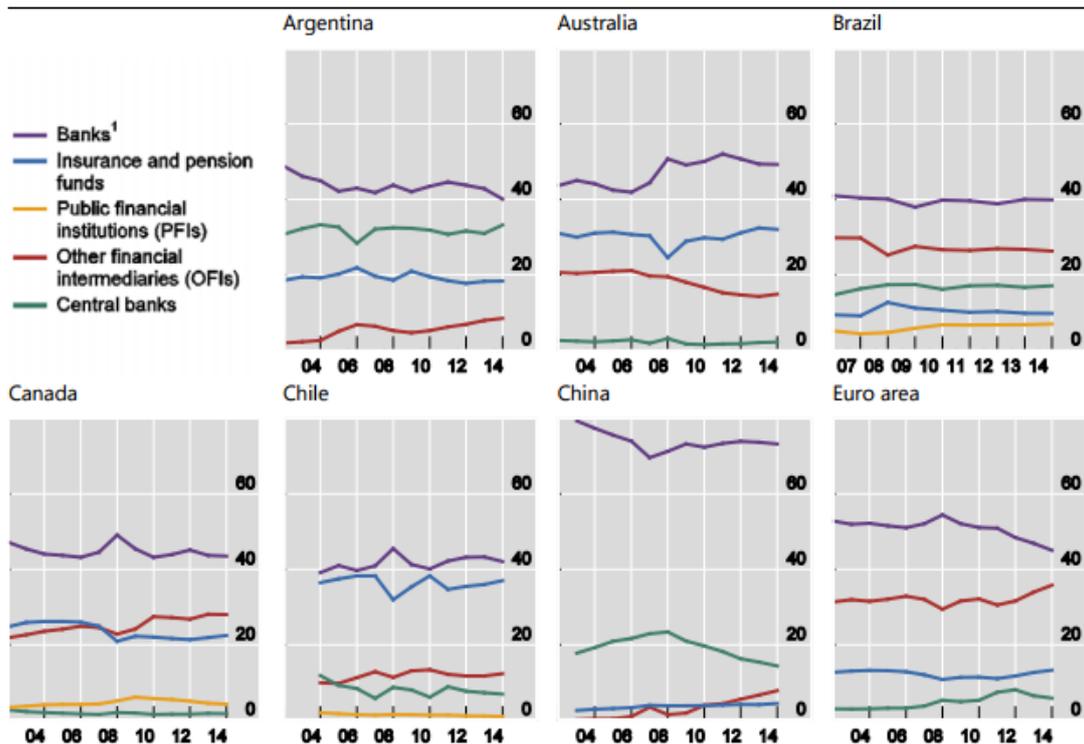
Di seguito le giurisdizioni prese in esame dal Financial Stability Board, ognuna con le composizioni del proprio asset finanziario

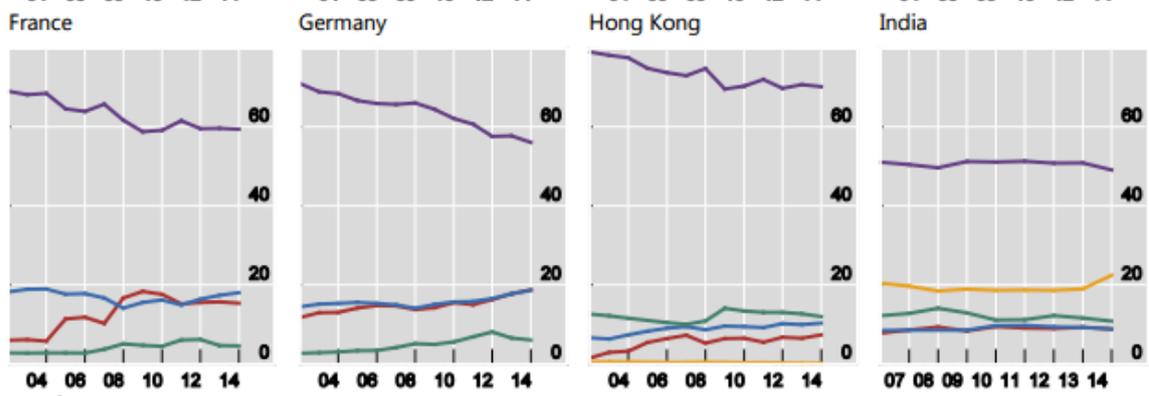
**Annex 4: Share of total financial assets by jurisdiction**

Share of total financial assets by jurisdiction

Percent

Exhibit A4



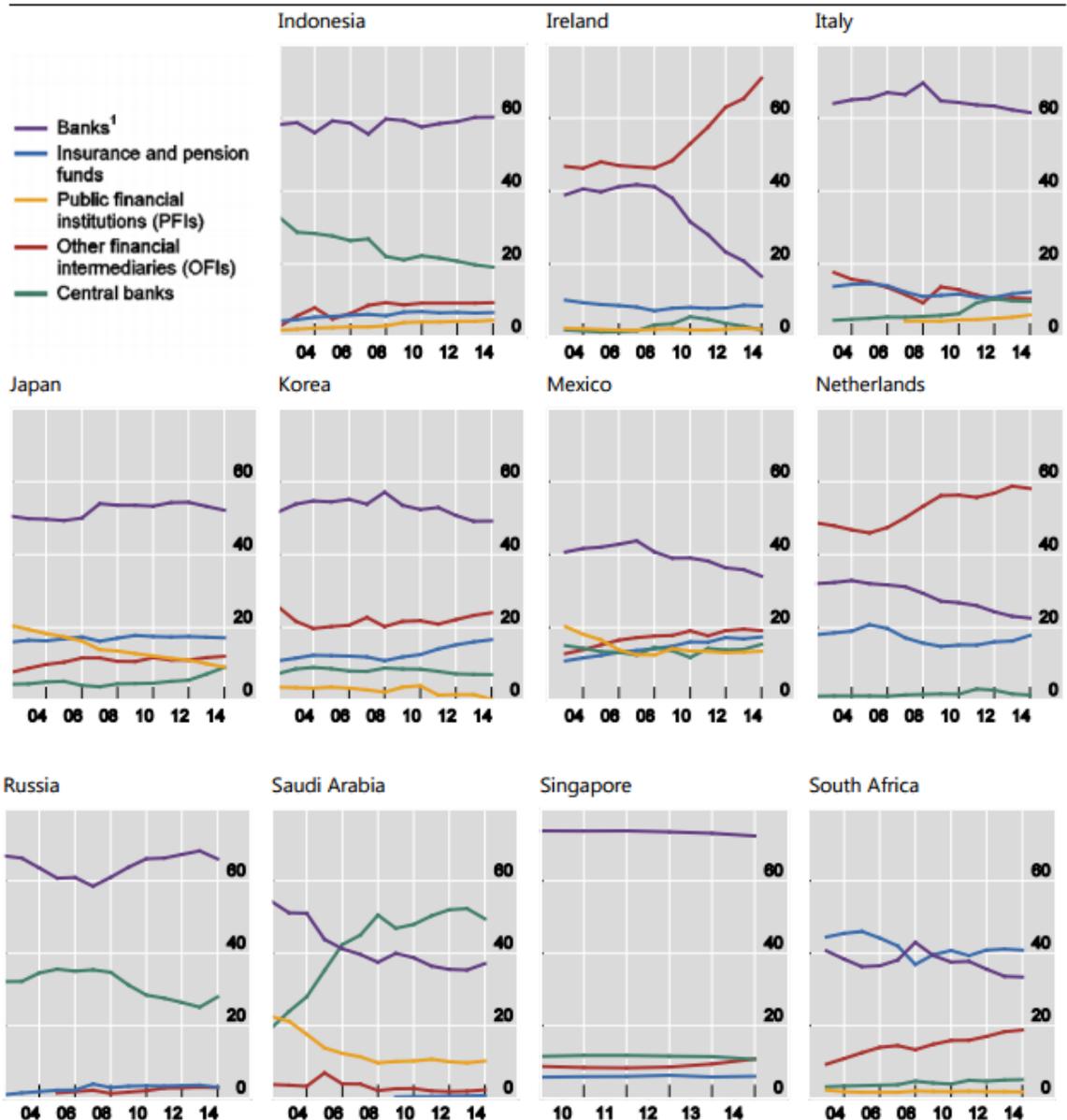


Note: <sup>1</sup> Banks<sup>1</sup> = refers to the broader category of 'deposit-taking institutions'.  
 Sources: National financial accounts data; other national sources; FSB calculations.

Share of total financial assets by jurisdiction (*continued*)

Percent

Exhibit A4

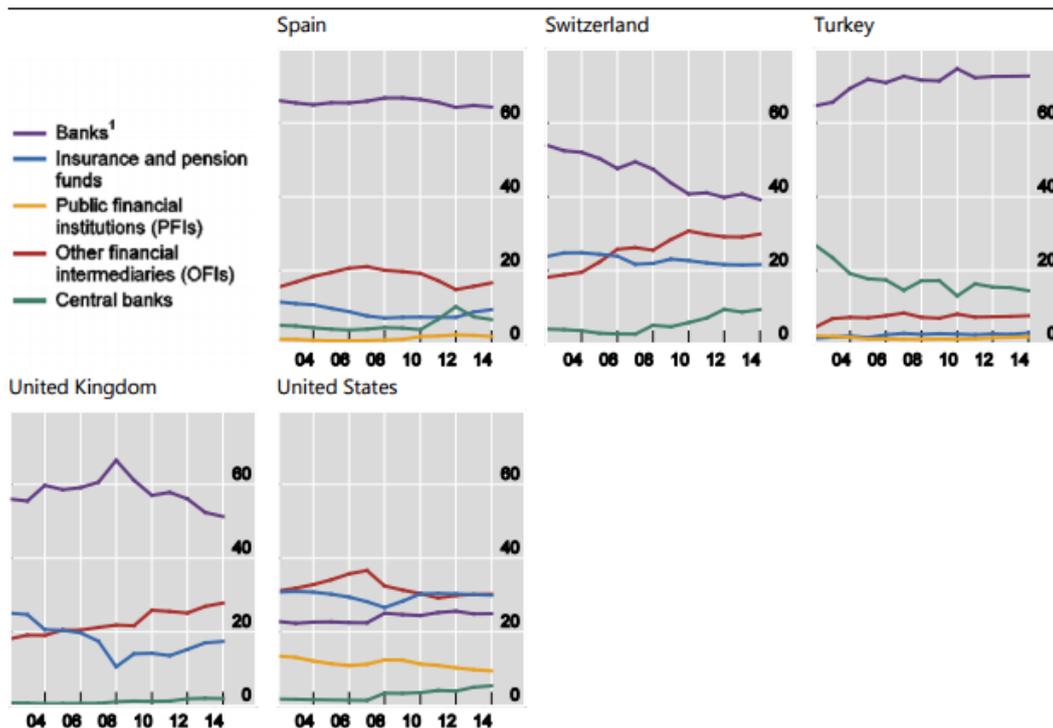


Note: <sup>1</sup> Banks<sup>1</sup> = refers to the broader category of 'deposit-taking institutions'.  
 Sources: National financial accounts data; other national sources; FSB calculations.

### Share of total financial assets by jurisdiction (continued)

Percent

Exhibit A4



Note: <sup>1</sup> 'Banks' = refers to the broader category of 'deposit-taking institutions'.  
Sources: National financial accounts data; other national sources; FSB calculations.

### 3.c. COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE EUROPEA DEL 4 SETTEMBRE 2013

Se il primo ad iniziare i lavori per cercare di mettere in evidenza le problematiche causate dallo shadow banking è stato il FSB, durante il vertice di Seul del 2010, a proseguire e finalizzare lo studio del fenomeno sotto questo aspetto, è stata la Commissione Europea, presentando nella giornata del 4 settembre 2013 una comunicazione che mette in evidenza gli strumenti attualmente a disposizione dell'UE per combattere i rischi sistemici dello sbs. A tal proposito ci si riferisce alla direttiva MIFID, che regola i servizi di investimento finanziario e i sistemi di negoziazione, alla direttiva AIFMP (Alternative Investment Fund Managers Directive), che costituisce meccanismi di clearing (compensazioni) anche per i derivati OTC(over the counter), e alla CRD IV, per quello che riguarda i requisiti patrimoniali imposti alle banche. L'obiettivo principale a cui punta la Commissione è la trasparenza oltre all'attenzione per quanto riguarda i rischi provenienti dalle operazioni di finanziamento tramite titoli, suggerendo indirettamente un minor utilizzo della leva finanziaria, onde evitare eccessivi esborsi di capitali e shock improvvisi. Nello specifico le attività da limitare, pur tenendo conto

della loro efficacia, sono le cartolarizzazioni, il prestito di titoli le operazioni pronti contro termine (contratti repo). Il primo intervento concreto è stato realizzato invece, nei fondi comuni monetari, che rappresentano un'importante risorsa di finanziamento per banche e imprese, oltre a detenere una percentuale rilevante di titoli bancari a breve termine (circa 40%). Trattandosi di strumenti che possiedono un alto livello di liquidità, è necessario che, in quanto tali, debbano garantire all'investitore il rimborso, in qualsiasi momento e anche senza determinati preavvisi. E' certo che se un fondo non può garantire quanto detto, gli investitori non hanno più interesse ad investire nello stesso. L'idea della Commissione si concretizza nella proposta e nell'obbligo di un fondo di detenere in portafoglio un 10% di titoli a scadenza giornaliera ed un 20% a scadenza settimanale, per rispondere adeguatamente all'esigenza di rimborso degli investitori nel brevissimo e breve termine. Per minimizzare il rischio di esposizione del fondo verso singoli emittenti, propone la diversificazione del rischio e l'obbligo per un fondo a breve termine (297 gg) di detenere non più del 5% di titoli di un solo emittente, percentuale che sale al 10% per i fondi standard, con scadenze cioè sino a due anni. Per garantire la stabilità è stata istituita una riserva patrimoniale pari al 3% del valore di portafoglio per consentire al promotore il rimborso al valore nominale; questa riserva assume il ruolo di salvagente per chi controlla il fondo. In relazione al maggior controllo imposto alle agenzie di rating e di conseguenza alla minor, seppur comunque importante, rilevanza data al giudizio esterno, i promotori devono essere oculatamente incentivati alla valutazione interna per quanto concerne il rischio e il profilo degli emittenti in portafoglio.

### **3.d. LIBRO VERDE DELLA COMMISSIONE EUROPEA DEL 19 MARZO 2012**

La Commissione Europea nell'inizio del 2012 ha pubblicato e presentato un libro verde nel quale vengono analizzati i rischi che lo sbs può comportare all'interno dell'Ue e nel quale ci si pone lo scopo di limitare lo stesso sistema dal punto di vista normativo. Il libro verde individua gli attori e le loro attività: i fondi di mercato monetario (MMF) e più in generale tutti i tipi di fondi di investimento che hanno caratteristiche simili ai più comuni depositi; i fondi di investimento, che al di là di fornire credito sono caratterizzati da effetto leva (tra questi rientrano anche i fondi speculativi); le imprese finanziarie e di titoli, che come le banche forniscono e garantiscono credito o operano la trasformazione delle scadenze/della liquidità e infine le imprese assicurative e riassicurative. La stessa commissione annovera tra le attività dello sbs, la cartolarizzazione, i prestiti di titoli e le operazioni pronti contro termine. Il libro verde parte dal presupposto che nell'UE esistano già delle misure di regolamentazione che limitano almeno in parte alcune delle attività proprie dello sbs come per esempio i cosiddetti conduit, le società veicolo, ed anche l'attività dei gestori dei fondi speculativi; entrambi sono regolamentati

direttamente o indirettamente dalla regolamentazione bancaria. La CE, prendendo atto di quello che già esiste in ambito regolamentativo si è proposta di riunire le misure già poste in essere al fine di creare una vigilanza globale sullo sbs, insieme al Fsb; chiarito il ruolo del libro verde e indirettamente della CE, è utile specificare le aree di intervento regolamentativo e le misure adottate.

Quando si parla di misure destinate al rafforzamento delle entità finanziarie ci si riferisce al rafforzamento dei requisiti imposti alle banche nei loro rapporti con lo sbs. Se è vero che lo sbs è collegato al sistema tradizionale bancario, è anche vero che grazie a questo le attività che pone in essere lo sbs possono essere sorvegliate attraverso i rapporti che queste hanno con le normali banche. Come punto di partenza si è voluto assicurare che ci sia corrispondenza di interessi tra i soggetti che effettuano operazioni di cartolarizzazione ed investitori finali, in particolare gli enti creditizi devono verificare che chi promuove questo genere di operazione abbia un interesse economico pari almeno al 5% delle attività cartolarizzate. Si è voluta dare più trasparenza agli obblighi contabili, per consentire all'investitore di comprendere e verificare i rischi che le banche si assumono nella misura in cui si espongono verso lo sbs. Questo assume ancora più importanza se si pensa che durante la recente crisi la mancanza di trasparenza ha bloccato l'azione delle autorità di vigilanza nei confronti delle banche che operavano in stretta relazione con lo sbs.

Per quanto riguarda il rafforzamento dei requisiti imposti alle imprese di assicurazione nei loro rapporti con lo sbs, a tal proposito la direttiva Solvibilità II garantisce una copertura sufficiente dei rischi che possono generare attività quali le assicurazioni di mutui ipotecari o la Concessione di prestiti diretti, limitando la possibilità di arbitraggio regolamentare che tali attività possono generare. In particolare la creazione di cartolarizzazioni dovrà essere autorizzata dalle autorità di vigilanza e i prestiti diretti saranno soggetti a requisiti patrimoniali che verranno indicati nella direttiva stessa. L'ambito di applicazione della direttiva ricoprirà l'autorizzazione e la vigilanza per ciò che riguarda la solvibilità, l'informazione e il governo societario per le 'spe' nel settore assicurativo.

Altra questione riguarda il tentativo di comporre un quadro armonizzato per i gestori di fondi di investimento alternativi. In questo contesto interviene la direttiva sui GEFIA, sui gestori di fondi di investimento alternativo, che stabilisce gli stessi requisiti per i soggetti che gestiscono ed amministrano questo genere di fondi. A partire dal 22 luglio 2013 nello specifico, le norme entrate in vigore, vengono applicate a tutti i fondi speculativi, ai fondi di private equity (investimenti istituzionali in capitale di rischio) e ai fondi immobiliari. Allo scopo di ottenere l'autorizzazione dalle autorità di vigilanza i gestori dei fondi sono tenuti a soddisfare determinati requisiti patrimoniali per quanto concerne la gestione del rischio e della liquidità,

oltre che nominare un depositario unico e rispettare le regole sulla trasparenza verso gli investitori e verso le autorità di vigilanza. Inoltre, vi è la volontà da parte delle autorità nazionali di intervenire al ricorso della leva finanziaria per limitarne l'uso, nel momento in cui si rivelasse eccessivo in rapporto ai rischi per la stabilità del sistema finanziario. Il rapporto contagioso tra il sistema finanziario regolamentato e il sistema bancario ombra ha evidenziato, durante la crisi finanziaria, il ruolo centrale assunto dagli strumenti derivati, quali ad esempio i derivati su crediti, negoziati fuori dai mercati regolamentati (OTC). Provvede alla regolamentazione di questo genere di strumento finanziario, il regolamento sugli strumenti derivati OTC, noto come EMIR, o più specificatamente il regolamento sulle infrastrutture di mercato europee: il regolamento nel concreto indica la compensazione di tutti i contratti derivati standardizzati, e la reintegrazione del margine per i contratti non standardizzati; in parole povere lo scopo è quello di minimizzare i rischi ai quali sono esposti gli operatori di questo genere di mercato, oltre che garantire alle autorità di vigilanza, la trasparenza nell'informazione su tutte le operazioni effettuate (in Europa) riguardanti i prodotti derivati. Se si riesce a garantire la trasparenza di questo genere di operazioni risulterà più facile definire chiaramente il ruolo delle entità del sistema bancario ombra. La cartolarizzazione è un mezzo di finanziamento importante ed efficace per l'economia, anche se il suo eccessivo utilizzo ha comportato uno spostamento significativo del rischio di credito fuori dal sistema bancario tradizionale, senza tutele adeguate.(cit. Pluchino). Ecco perchè, parallelamente agli obblighi fissati per le società veicolo(conduit) nella CRD II (direttiva sui requisiti di capitale), le stesse imposizioni sono previste per le imprese di assicurazione (direttiva Solvibilità II), per i gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva sui GEFIA) e per altri organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). Il rafforzamento del quadro in materia di cartolarizzazione implica anche una maggiore trasparenza dell'attività stessa, che indirettamente standardizza le informazioni disponibili. I rating hanno il potere di influenzare le scelte di investimento, e la crisi finanziaria ha contribuito all'aumento della loro importanza, rivelando in che modo, in molti casi, le agenzie di rating abbiano favorito l'eccessiva concessione del credito e contribuito, anche nel sistema bancario ombra, all'incentivazione sull'uso eccessivo della leva finanziaria. A tal proposito l'UE ha adottato tre regolamenti con lo scopo di imporre maggiore trasparenza per le agenzie di rating. Nello specifico l'intenzione è quella di migliorare la qualità dei rating, oltre che limitare i conflitti di interesse imponendo alle agenzie di rispondere del loro operato.

### **3.e. LO SBS NELLE DUE PIU' GRANDI ECONOMIE MONDIALI**

#### **USA.**

La riforma di WallStreet, meglio conosciuta come Dodd-Frank Act, voluta dall'amministrazione Obama, si pone come scopo principale la regolazione della finanza statunitense con leggi più ferree, incentivando al tempo stesso una tutela dei consumatori e del sistema economico statunitensi. Tra gli interventi più importanti della riforma, rientra il consolidamento di diverse agenzie nella Consumer Financial Protection Agency, con il compito di proteggere i consumatori dai vari settori delle carte di credito, di debito e dei mutui immobiliari, attraverso un oculato monitoraggio e una parsimoniosa regolamentazione dei settori stessi. Uno degli obiettivi principali è quello di cercare di evitare la creazione di nuove bolle, come quella che ha portato alla crisi dei mutui subprime, e quello di promuovere una maggior trasparenza nei mercati finanziari, per evitare eccessivi accumuli di rischio. Il Dodd-Frank Act ha anche istituito il Financial Stability Oversight Council con lo scopo di identificare e prevenire i possibili rischi sistemici che potrebbero formarsi nel sistema finanziario statunitense, monitorando tra tutti anche gli hedge fund. Con la cosiddetta Volcker rule, lo scopo è quello di negare l'utilizzo dei depositi dei propri clienti, per le banche commerciali, a scopo di trading. Nel contesto di maggior trasparenza è stato creato un reparto all'interno della Sec (la Consob americana), conosciuto con l'acronimo di NRSROs, che ha il compito di vigilare l'operato delle agenzie di rating, soprattutto dopo quanto è stato detto riguardo al loro ruolo e al loro operato durante la crisi recente. Un altro campo di intervento del Dodd-Frank Act è stato quello dei derivati, strumenti finanziari, i quali, nonostante abbiano contribuito ad alimentare le maggiori crisi economiche degli ultimi anni, rimangono ancora oggi spesso fuori dai monitor della regolamentazione. Altro punto di intervento riguarda quello degli swap OTC, in particolare l'aumento della sorveglianza per i contratti di scambio più semplici, i security based swap, e in generale una maggior imposizione regolamentare verso l'intero comparto SWAP, conseguente dal fatto che le oscillazioni passate di questo genere di strumento finanziario (in particolare dei Credit Default Swap) hanno causato forte instabilità all'interno dei mercati. Come era lecito attendersi, la maggior parte degli interventi proposti trova la resistenza dei maggiori attori dell'industria finanziaria globale, che vedono ridursi il proprio campo d'azione. Altro aspetto da tener presente riguarda la complessità dei campi di intervento, in relazione al fatto che esiste una vasta gamma di prodotti all'interno della finanza strutturata ai quali, proprio per le loro diverse caratteristiche, è difficile imporre un'unica regolamentazione. La Volcker Rule, che prende il nome da chi l'ha pensata, ovvero l'ex presidente della Federal Reserve Paul Volcker, nasce con lo scopo impedire che le banche

utilizzino i depositi raccolti dai propri clienti per scopi di trading. Questo, se da un lato facilita il compito delle agenzie federali, che vorrebbero vietare totalmente il trading proprietario, da un altro lato, limita l'attività delle banche e degli istituti finanziari che contano su questo tipo di attività per creare liquidità. Ecco perchè, al fine di poter trovare un punto di incontro tra i due poli opposti, esiste la possibilità di praticare, da parte degli istituti finanziari, la c.d. attività di hedging: in parole povere le banche possono fare trading esclusivamente per proteggersi da rischi sostanziali. Partendo dagli errori commessi in passato, quindi, le banche devono effettuare controlli accurati e ad intervalli regolari, per valutare se la natura delle operazioni in questione possa ricadere nella definizione di attività di hedging, o in quella di trading proprietario.

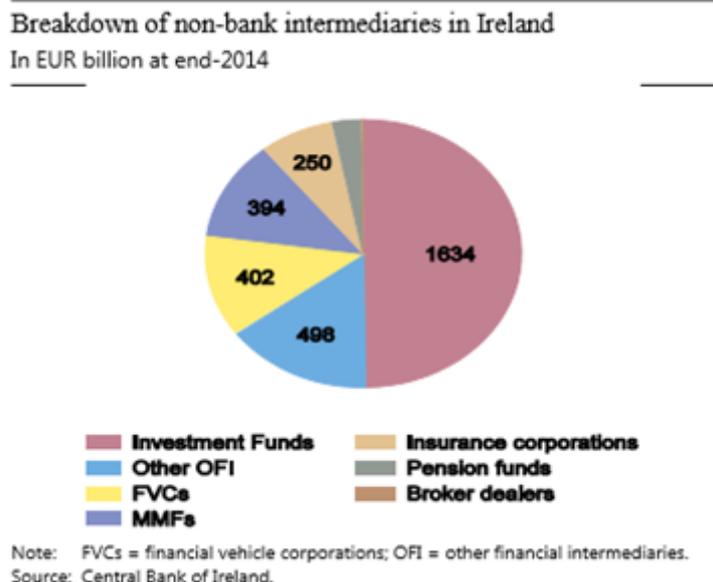
## **CINA.**

Lo shadow banking ha avuto una notevole diffusione anche tra i paesi emergenti, tra questi principalmente la Cina. La scintilla che ha spostato gran parte delle attività dal sistema bancario tradizionale verso il sistema ombra, si è manifestata nel 2010, quando il governo di Pechino, preoccupato per il boom del credito e per il rischio di una bolla immobiliare, ha cercato di rallentare l'erogazione dei prestiti. Questo ha portato diversi settori dell'economia in forte crescita, a richiedere credito all'interno del sbs, che ad oggi controlla gran parte del credito del paese. Come per gli Stati Uniti e per tutte le altre giurisdizioni che devono far fronte ai rischi connessi al credito ombra, anche il Presidente della Bank of China ha ritenuto fondamentale un intervento regolamentare e di controllo da parte del governo cinese, verso un settore la cui crescita non sembra arrestarsi. Sulla falsa riga dei prestiti P2P è stato creato un sito privato per consentire l'incontro tra persone ricche e in eccesso di cassa con le piccole e medie imprese in cerca di credito, che con difficoltà riescono ad ottenere dei finanziamenti. Scopo dell'esperimento è quello di far emergere dalla penombra questo genere di credito, che solitamente è in mano degli usurai, oltre all'obiettivo di difendere e mantenere l'assetto delle banche, che hanno l'obiettivo di finanziare i grandi complessi. L'interazione che c'è stata tra banche ombra e banche legali ha avuto come conseguenza l'utilizzo dell'interbancario a breve per finanziare i debiti in scadenza. Questo ha comportato rilevanti problemi di liquidità, unito all'eccessivo aumento di strumenti finanziari ad alto rendimento che sono stati utilizzati come mezzo di finanziamento per effettuare prestiti o comprare altri beni. La Banca Centrale Cinese ha affermato che questi prestiti hanno rappresentato nel corso del 2013 una fetta rilevante della raccolta di fondi aziendali (11%). Ecco perchè la linea guida che le autorità cinesi hanno intrapreso, riguardava la limitazione dei prestiti bancari ombra nelle disponibilità delle banche.

### 3.f. LO SBS IN IRLANDA

Come è stato messo in evidenza precedentemente dal grafico in figura 6, l'Irlanda è l'unica nazione (tra quelle analizzate dal FSB) in cui il sistema bancario ombra è significativamente più grande del sistema bancario tradizionale nazionale; a tal proposito per la prima volta è rientrato nel Global Monitoring Report dell'fsb, in riferimento al sistema bancario ombra. L'Irlanda ha un importante settore OFI in rapporto al PIL, che comprende una vasta gamma di soggetti e di attività. La dimensione del settore bancario ombra irlandese si attesta intorno ai 2000 miliardi di euro alla fine del 2014. La maggior parte del settore rientra nella funzione economica 1 data dal Fsb, (veicoli di investimento collettivo con caratteristiche che rendano l'attività suscettibile di provocare "corse al rimborso", per il fatto di attuare trasformazione delle scadenze e/o avere un alto leverage, come i fondi di investimento), nella funzione economica 5 (cartolarizzazione e finanziamento di entità finanziarie) e settore OFI residuo che non è precisamente identificabile all'interno di una funzione economica specifica. La maggior parte delle attività e passività di tali soggetti si trovano al di fuori dell'Irlanda. Questo mette in evidenza il carattere internazionale del settore irlandese e conseguentemente richiama la necessità di una cooperazione internazionale, in termini di condivisione dei dati e monitoraggio, per valutare preventivamente il potenziale accumulo di rischio sistemico. Dal punto di vista normativo, la maggior parte dei fondi di investimento rientrano nel perimetro regolamentare, mentre i veicoli di cartolarizzazione cadono al di fuori del perimetro normativo. La Central Bank of Ireland, oltre al tentativo di prescrivere regole in grado di essere applicate univocamente all'intero 'settore shadow' ha anche in programma di aumentare la supervisione della parte di OFI residua attraverso l'imposizione di requisiti specifici alle società veicolo (SPV). Il totale del settore finanziario in Irlanda è pari a € 4.054 miliardi a fine 2014. All'interno di questo, l'81% delle attività è al di fuori del sistema bancario regolare. La figura A, mostra i principali componenti del settore finanziario non bancario in Irlanda. I fondi di investimento costituiscono la componente più grande, con circa 1.634 miliardi di euro, mentre i Money Market Funds (MMF) e le società veicolo (come le FVC) sono più o meno della stessa dimensione e rappresentano circa 400 miliardi di euro. Come in molti altri paesi dell'area dell'euro, rimane un importante settore OFI residuo in Irlanda.

## Figura A. Principali componenti del settore finanziario in Irlanda



Dalla figura B, si può cogliere un importante dato di fatto riguardante le entità del sbs, che già prima era stato evidenziato, ovvero la maggior parte dei collegamenti che esse hanno sono con il sistema finanziario internazionale, mentre i collegamenti con l'economia domestica rimangono limitati. I fondi di investimento hanno raddoppiato la loro capienza negli ultimi anni. Gli hedge fund rappresentano il 10 % di tutti i fondi di investimento e rappresentano circa la metà della leva finanziaria nel settore. La maggior parte della leva finanziaria nel settore dei fondi di investimento è rappresentata da derivati e dalle operazioni di finanziamento tramite titoli (SFT, come per esempio i c.d. repurchase agreements). I gestori degli investimenti di questi fondi sono generalmente situati al di fuori della giurisdizione irlandese e pertanto sono soggetti a vigilanza da parte delle autorità nazionali competenti. I Fondi di mercato monetario (FMM) sono aumentati del 20 % negli ultimi tre anni, arrivando a raggiungere i 395 miliardi di euro a fine 2014. Come ben noto gli FMM rappresentano un'importante fonte di finanziamento sia per le banche sia per altri istituti finanziari. Il resto del settore degli OFI comprendono società che non sono impegnate principalmente in attività di cartolarizzazione. Non essendoci dettagliati dati di bilancio su queste entità è impossibile dare una valutazione completa delle attività legate al sistema bancario ombra che questi veicoli pongono in essere.

## Figura B. Collegamenti delle entità shadow irlandesi con il sistema finanziario internazionale e nazionale

Total assets and, within total liabilities, entity ownership (NAV) by country/region<sup>1</sup>

End-2014, in billions of euros

	Ireland	Other Euro Area	United Kingdom	United States	All other countries	Total
<b>Assets</b>	291	436	536	617	551	2,431
IFs	151	230	386	496	371	1,634
MMFs	7	109	94	93	92	395
FVCs	133	97	56	28	88	402
<b>Liabilities</b>	308	464	815	138	340	2,065
IFs	98	351	540	63	223	1,275
MMFs	15	58	228	47	40	388
FVCs	195	55	47	28	77	402

<sup>1</sup> The difference between assets and liabilities arises as liabilities for Investment Funds and MMFs reflect NAV only whereas assets include assets funded by leverage.

Source: Central Bank of Ireland.

Nel complesso, il sistema bancario ombra in Irlanda assume un ruolo di grande rilievo soprattutto se considerato in rapporto al PIL, e se si considerano le interconnessioni significative con il sistema finanziario internazionale che questo ha. Mettendo in evidenza questa connessione, si può ben capire come vi sia la necessità di tenere costantemente sotto controllo il settore, per evitare l'eccessivo rischio sistemico, che andrebbe a contagiare significativamente interi mercati internazionali. Per questo la Central Bank of Ireland auspica di riuscire a definire precisamente la misura dello sbs nel corso del tempo attraverso una migliore raccolta dei dati e attraverso una maggior supervisione regolamentare. In particolare, tra il 2011 e il 2014, hanno avuto luogo aumenti significativi nella dimensione di fondi di investimento e MMF. Circa la metà di questi fondi rientra, ad oggi, nel perimetro regolamentare, mentre proseguono le Iniziative irlandesi, e più in generale a livello europeo, per migliorare ulteriormente la sorveglianza regolamentare sui veicoli di cartolarizzazione, sui MMF e sul settore OFI residuale.

#### **4. LO SBS NELLA TEORIA MONETARIA DELLA PRODUZIONE**

Nella crisi esplosa nel 2007, ad essere negativamente colpito e a trascinare conseguentemente il sistema bancario tradizionale, è stato in primis lo stesso sistema bancario ombra. Se da una parte questo ha scatenato le polemiche da parte di chi afferma e vorrebbe un maggiore controllo regolamentare dell'intero sistema finanziario, dall'altra c'è invece chi appoggia un regime finanziario più elastico e meno incatenato all'intervento pubblico. Con l'ausilio di questi due approcci, si giunge conseguentemente ad affermare che le modifiche subite dal sistema finanziario non si devono soffermare sotto unicamente sull'aspetto finanziario e monetario, ma in generale sotto una più ampia visione del sistema capitalistico. L'emergere e l'affermarsi della 'quasi moneta' ha comportato da una parte ad un aumento dei controlli maggiore da parte delle autorità (con il controllo delle stesse sulla quantità di moneta in circolazione), dall'altra però le autorità stesse hanno rinunciato a controllare il consistente giro di liquidità in determinati canali, per un discorso di 'legittimazione sociale' che quei canali hanno avuto. Questa configurazione, che rappresenta le principali sfaccettature che compongono lo sbs, può consigliare l'attuazione di politiche economiche meno imperniate sul controllo della quantità di moneta e più basate sulla regola di Taylor, nella quale la banca decide la quantità di moneta da immettere nel mercato in relazione ad un tasso di interesse, determinato in base a specifici obiettivi di inflazione e di reddito. Per trovare interessanti implicazioni sullo sbs e sulla conseguente fragilità del sistema capitalistico, è utile citare l'analisi di Minsky. Secondo Minsky alla base della sua analisi vi era l'ipotesi 'di un'offerta di moneta infinitamente elastica in relazione di molteplici fattori' (Minsky, 1982).

Il tratto interessante risiede nella sua prospettiva futura dell'economia, secondo la quale, per rispondere alla sempre più significativa domanda, si sarebbero create nuove istituzioni e nuovi strumenti per adeguare, alla domanda appunto, l'offerta di moneta, anche se tutto questo avrebbe causato la creazione di un "secondo sistema bancario" (*ibidem*).

Seguendo le sue teorie, l'evoluzione del sistema finanziario negli ultimi anni può essere ricondotta alla particolare fase del capitalismo, dove i finanziari prevalgono sui manager: questa fase è meglio conosciuta come money manager capitalism. In questa prospettiva si collocano ad hoc gli interventi che le varie giurisdizioni hanno posto in essere negli ultimi anni, per salvare dal fallimento gli istituti finanziari in difficoltà. Questo inevitabilmente ha comportato un 'trasferimento di reddito dalla collettività alle banche, senza che sia stato introdotto alcun meccanismo sanzionatorio' (Stiglitz, 2009), e senza che questo sistema di politiche monetarie abbia ricevuto una considerevole legittimazione sociale.

Esistono studi più recenti che, servendosi della teoria monetaria di Keynes, analizzano il carattere monetario dell'economia capitalistica, aiutando ad inquadrare lo sbs e il sistema bancario in generale. Questi studi sono rappresentati dalla teoria del circuito monetario e dalla teoria monetaria della produzione, sviluppatasi inizialmente in Francia e in Italia. La differenza tra la teoria monetaria della produzione stimolata da Keynes e concettualizzata da Graziani nel testo 'The monetary theory of production', differisce di gran lunga dalla visione neoclassica del capitalismo. Secondo tale teoria, all'interno del processo economico sono presenti 3 aggregati di interesse, le banche le imprese e i salariati. La moneta, che circola triangolarmente tra i 3 aggregati, ha un ruolo fondamentale dal punto di vista dell'allocazione delle risorse, 'garantendo l'esistenza di pagamenti aventi carattere liberatorio'<sup>7</sup> oltre che garantire la continua successione di 4 fasi: finanziamento della produzione-produzione-spesa-rimborso del finanziamento. Ciò consente di superare i limiti dell'economia di baratto e dell'economia di credito. A decidere i livelli di produzione e di occupazione, oltre che la ripartizione del reddito sono ovviamente le banche e le imprese. Proseguendo con l'analisi si arriva a distinguere tra il finanziamento degli scambi, che consente di immettere nel sistema economico la quantità di moneta necessaria per le transazioni tra gli operatori, quello dell'economia, cioè uno stock pari alle scorte liquide detenute dagli operatori, e quello degli investimenti, che consente al risparmio di formarsi in vista dell'investimento.

Detto ciò, appare chiaro come il finanziamento della produzione si formi dal finanziamento bancario, mentre il finanziamento degli investimenti si formi dal risparmio, e non viceversa.

Tenuto conto del carattere endogeno dell'offerta di moneta, del quale si appropria la teoria monetaria della produzione, la banca centrale perde conseguente voce in capitolo nella gestione dell'aggregato monetario: se si prende in considerazione la regola di Taylor, appare evidente che nella prospettiva ipotizzata da questa teoria, l'intervento della banca non avrebbe alcun senso, considerando che "il tasso di interesse percepito dalle banche a fronte del finanziamento iniziale è determinato sulla scorta dei rapporti di forza tra i due settori (Figuera, 2011). Sotto questo aspetto sarebbe più utile se le autorità monetarie assicurassero una maggior competizione tra le banche in particolare se si considera che, all'interno di questa teoria, il tasso di interesse che viene corrisposto per il finanziamento iniziale ha maggior rilevanza nella determinazione del livello di produzione, mentre il tasso di interesse derivante dai titoli emessi dalle imprese per finanziare gli investimenti, assume per il settore delle imprese il carattere di 'una partita di giro' (Graziani, 1996). Dallo spunto proposto dalla distinzione tra le varie forme di finanziamento è possibile riflettere sullo sbs: il settore delle imprese necessitava di

---

<sup>7</sup> Figuera, S. (2011), 'Alcune considerazioni sullo shadow banking system', articolo disponibile al sito: [www.siecon.org/online/wp-content/uploads/2011/04/Figuera1.pdf](http://www.siecon.org/online/wp-content/uploads/2011/04/Figuera1.pdf)

finanziamenti per poter soddisfare i propri progetti, ma ha dovuto confrontarsi all'interno di un contesto in cui i consumi si erano ridotti a causa della compressione dei redditi da lavoro, causato dal generale processo di deregolamentazione. La necessità delle imprese è stata quindi garantita dal sbs, che ha fornito (assieme al sistema bancario tradizionale) forme di finanziamento adeguate al settore stesso delle imprese oltre a fornire nuovo credito ai consumatori, innescando così un'a maggiore vivacità nel processo di domanda di beni di consumo. Nello stesso momento, la riduzione del risparmio ha portato le imprese a cercare fonti alternative di finanziamento, soddisfatto dalle entità shadow, come sottolinea Seccareccia (2011), che ha analizzato il problema dell'evoluzione del sistema finanziario, il quale ha evidenziato un cambiamento nel sistema economico, dovuto alla maggior finanziarizzazione dell'economia. Il risparmio delle famiglie è finito con il diventare quello delle banche, determinandone la loro capacità creditizia, e in parallelo il settore delle imprese ha aumentato i propri profitti, banche comprese, che dal punto di vista microeconomico rimangono rivolte alla massimizzazione del loro profitto. Tale circostanza risulta rilevante se si considera che, a fronte della riduzione dei margini di profitto all'interno del sistema bancario, le banche stesse sono state indotte a cercare rendimenti più alti in strumenti finanziari che lo potessero garantire, anche a costo di perdere la cognizione del rischio che gli stessi strumenti finanziari implicavano. Ciò che ha portato con sé il processo di generale deregolamentazione, sono stati nuovi soggetti e nuovi strumenti finanziari oltre a crescenti domande di finanziamento promosse da crescenti offerte di finanziamento.

## **5.CONCLUSIONI**

La recente (e rilevante) crisi finanziaria, ha costretto le autorità di vigilanza ad aumentare la supervisione e la regolamentazione dei mercati finanziari, modificandone le modalità di funzionamento, con lo scopo finale di ripristinare, nel sistema economico mondiale, la stabilità finanziaria. Il continuo evolversi del settore finanziario, ha consentito la diversificazione del rischio, e ha permesso a un numero sempre più grande di investitori privati di accedere ai servizi finanziari, nonostante quest'ultimo punto vada trattato con estrema criticità; infatti, è vero affermare che un potenziale investitore privato, al giorno d'oggi, può accedere all'utilizzo di una moltitudine di nuovi e complessi strumenti finanziari, ma è proprio dalla loro complessità e dalle loro caratteristiche (es. Leverage) che si alimentano e ingigantiscono i rischi per l'investitore stesso, soprattutto se quest'ultimo non possiede le competenze necessarie per poter operare correttamente. Più in generale, l'attività creditizia e finanziaria, implica la buona fede da parte degli intermediari, oltre che una corretta supervisione, che non deve soffocare ma nemmeno agevolare il passaggio di capitali all'interno del sistema creditizio. La progressiva

deregolamentazione del sistema economico è l'effetto collaterale della sfiducia verso gli operatori e verso le autorità di regolamentazione, che nel corso dei vari decenni di storia economica, hanno creato e sviluppato complessi sistemi di intermediazione creditizia, per poi distruggerli per l'impossibilità di gestire la complessità di ciò che loro stessi avevano creato. Le banche, poi, nel corso degli anni hanno continuamente abusato dei c.d. prodotti strutturati, tanto da nascondere il ruolo effettivo che questi avevano, ovvero se la loro detenzione aveva come obiettivo quello di coprire i rischi o esclusivamente per scopi speculativi, celando comportamenti fraudolenti che hanno in seguito alimentato la crisi. Occorre una regolamentazione stringente per il mercato dei derivati, in continua crescita, nonché una maggiore trasparenza, concentrando le transazioni sui mercati ufficiali e standardizzando le forme contrattuali. Vi è la necessità di distinguere più specificatamente la tradizionale attività di credito operata dalle banche, da quella che viene invece svolta nel campo finanziario, evitando che i rischi si spostino verso il settore bancario 'ombra', che, nonostante il continuo monitoraggio, risulta ancora di difficile portata regolamentare. Il tutto richiede competenza e correttezza da parte di ogni operatore del mercato, affinché i risparmiatori recuperino la fiducia. 'Non vi è mercato che possa funzionare senza regole, né vi può essere prudente gestione senza correttezza; quest'ultima si sostanzia non solo nel rispetto scrupoloso della legge e delle regole di vigilanza, ma anche nell'aderenza piena all'etica degli affari'<sup>8</sup>.

---

---

<sup>8</sup> Sen A. (1991), *Denaro e Valore: etica ed economia della finanza*, Lezioni Paolo Baffi di Moneta e Finanza, Roma, Banca d'Italia, pag. 86. Inserire in bibliografia finale

## **6. RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI**

Barbagallo C. (2015), Lo shadow banking e la regolamentazione italiana, intervento al “World Finance Forum 2015”.

Figuera, S. (2011), ‘Alcune considerazioni sullo shadow banking system’, articolo disponibile al sito: [www.siecon.org/online/wp-content/uploads/2011/04/Figuera1.pdf](http://www.siecon.org/online/wp-content/uploads/2011/04/Figuera1.pdf).

FSB (2015), ‘Global shadow banking monitoring report 2015’, disponibile al sito: [www.fsb.org/](http://www.fsb.org/).

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

Graziani A. (1996), Money as Purchasing Power and Money as a Stock of Wealth in Keynesian Economic Thought, in Deleplace G., Nell, E., a cura di (1996), Money in motion, London, Macmillan.

Mankiw N. G., Taylor M.P. (2011), Macroeconomia, Zanichelli, Quinta edizione.

Minsky H. P. (1982) “Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance”, New York, Armonk (trad. it. “Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del ’29”, Torino, Einaudi: 1984).

Pluchino, F. (2014), ‘Dalla banca di fatto alla banca fantasma: lo shadow banking system’, Cacucci editore, Bari.

Seccareccia M. (2011) “Financialization and the transformation of commercial banking: understanding the recent Canadian experience before and during the international financial crisis”, in corso di pubblicazione in Journal of Post-Keynesian Economics.

Sen A. (1991), “Denaro e Valore: etica ed economia della finanza”, Lezioni Paolo Baffi di Moneta e Finanza, Roma, Banca d’Italia.

Stiglitz J. (2009) “Obama’s Ersatz Capitalism”, New York Times, 31 march, disponibile al sito: <http://www.nytimes.com/2009/04/01/opinion/01stiglitz.html>.

## **7. SITOGRAFIA**

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

[http://www.fsb.org/2012/11/r\\_121118c/](http://www.fsb.org/2012/11/r_121118c/)

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

<http://www.iiiiglobal.org/sites/default/files/regulatingshadowbanking.pdf>

<http://www.treccani.it/enciclopedia>

<https://www.bankofamerica.com>

<http://www.investopedia.com>

[www.teocollector.com/Lezioni/finanza/2\\_gli\\_intermediari\\_finanziari.pdf](http://www.teocollector.com/Lezioni/finanza/2_gli_intermediari_finanziari.pdf)

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

<http://www.finanzaonline.com>

<https://it.finance.yahoo.com>

<http://www.bankpedia.org/index.php/ithttps://it.wikipedia.org/wiki>

[http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3121&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3121&context=faculty_scholarship)

<http://www.siecon.org/online/wp-content/uploads/2011/04/Figuera1.pdf>

[http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_121118.pdf?page\\_moved=1](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_121118.pdf?page_moved=1)

<http://www.fsb.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2015/>

[http://www.nifassociation.org/%5CNifa\\_doc%5CWWF%202015%20ShadowBanking\\_rischio%20o%20opportunit%C3%A0.pdf](http://www.nifassociation.org/%5CNifa_doc%5CWWF%202015%20ShadowBanking_rischio%20o%20opportunit%C3%A0.pdf)

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10172.pdf>

[https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr458.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf)

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2015/Barbagallo-050315.pdf>

[https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr664.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr664.pdf)

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/shadow/green-paper\\_it.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_it.pdf)

<http://www.ipex.eu/IPEXL>

<http://WEB/dossier/files/download/082dbcc540a5439001410392f4470975.do>

---