

**NIFA - New International Finance Association**

**World Finance Forum 2015**

“La rinascita economica e finanziaria in Europa e in Italia”

***Lo shadow banking e la regolamentazione italiana***

Intervento di Carmelo Barbagallo

Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria

Banca d'Italia

**Milano, 5 Marzo 2015**

Università Cattolica del Sacro Cuore  
Aula Magna – Largo A. Gemelli, 1

## **Indice**

### **Premessa**

- 1. Lo *shadow banking system* e le iniziative dell'FSB**
- 2. L'approccio regolamentare italiano allo *shadow banking system***
  - 2.1 Le disposizioni per gli intermediari finanziari e il principio della vigilanza equivalente*
  - 2.2 Lo sviluppo di fondi per gli investimenti a lungo termine e per il credito alle imprese*
- 3. I fondi di mercato monetario e le proposte di regolamentazione in Europa**
- 4. Le entità sistemiche non bancarie e non assicurative (NBNI G-SIFIs)**
- 5. Conclusioni**

## **Premessa**

Desidero ringraziare gli organizzatori del World Finance Forum per l'invito a intervenire su un tema così interessante e di attualità quale quello relativo alle opportunità e ai rischi dello *shadow banking*.

Mai come in questo periodo è importante che il sistema bancario e finanziario nel suo complesso, incluso ciò che viene chiamato "sistema bancario ombra", dia il suo contributo alla ripresa economica del nostro paese, per uscire con più slancio dalla lunga fase recessiva.

Nel mio intervento mi soffermerò sugli aspetti di natura regolamentare, con particolare riguardo all'esperienza italiana, inclusi alcuni recenti sviluppi relativi alla vigilanza sugli intermediari finanziari e alla necessità di promuovere fondi specializzati negli investimenti di lungo termine e fondi abilitati a erogare credito. Farò anche alcune riflessioni su due aspetti particolarmente importanti nel corrente dibattito internazionale sullo *shadow banking*: la riforma dei fondi di mercato monetario e la regolamentazione delle entità *shadow* di natura sistemica. Prima di entrare nel merito farò cenno agli aspetti definatori del fenomeno e alle principali iniziative promosse dal *Financial Stability Board* (FSB), su stimolo del G20, sin dalla fine del 2010.

### **1. Lo *shadow banking system* e le iniziative dell'FSB**

L'espressione *shadow banking system* è stata introdotta nell'agosto del 2007, quando in un intervento presso il simposio annuale della Federal Reserve, a Jackson Hole un esponente di mercato<sup>1</sup> sottolineò che in quegli anni si era andata sviluppando una forma di intermediazione basata su una varietà di veicoli di investimento con elevata leva finanziaria, di *conduits* e di altre strutture al di fuori del sistema bancario. Veniva sottolineato che, a differenza delle banche tradizionali che si finanziano prevalentemente attraverso i depositi e hanno accesso, se necessario, alla liquidità di banca centrale, queste "banche ombra non regolamentate" raccoglievano attraverso il mercato, esponendosi a una potenziale carenza di liquidità, con il rischio di dovere vendere forzatamente e a prezzi ridotti le attività in portafoglio o chiedere supporto alle entità "sponsor".

In seguito, si sviluppò un ampio dibattito, sia in ambito accademico, sia presso le istituzioni internazionali e i regolatori, sulla definizione di *shadow banking system*. Alcuni autori associarono

---

<sup>1</sup> McCulley, Paul, "Teton Reflections", Global Central Bank Focus, Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole Economic Symposium, August/September 2007.

questa terminologia alla generazione di rischi di natura bancaria (“*bank-like risks*”) al di fuori del sistema bancario tradizionale; altri posero l’accento sulla disarticolazione 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) di collaterale poco liquido per costruire posizioni con leva elevata; altri ancora considerarono più semplicemente *shadow banking* ogni forma di intermediazione creditizia non regolamentata o, infine, ogni forma di intermediazione non bancaria.

Quando, nel dicembre 2010, una task force costituita dall’FSB iniziò i lavori, la situazione era assai variegata. Vi erano paesi in cui le entità *shadow* erano in buona misura regolamentate, altri in cui lo erano parzialmente, altri ancora in cui non lo erano affatto. Un approccio che avesse definito lo *shadow banking* sulla base del grado di regolamentazione avrebbe comportato una complessa analisi dei diversi regimi normativi, resa difficile anche dal fatto che nelle varie giurisdizioni vi è un’ampia varietà di entità e attività riconducibili a questo fenomeno, per sua natura mutevole nel tempo. L’FSB decise pertanto 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”; inoltre, precisò 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>2</sup>.

Altre forme di rischio, ad esempio i rischi di mercato generati dai fondi di investimento tradizionali, non rientrano in quella definizione. Inoltre, in essa non vi è cenno al regime regolamentare, mentre si fa riferimento non solo alle “entità” ma anche alle “attività” che generano i rischi sopra elencati. Ciò permette di cogliere, anche in un’ottica evolutiva, l’emergere di nuove forme di *shadow banking*. Va poi sottolineato che la principale preoccupazione della Task Force fu quella di prevenire potenziali fenomeni di arbitraggio normativo, come reazione ad un sistema bancario sempre più regolamentato in seguito al recepimento delle nuove regole definite dal Comitato di Basilea (c.d. Basilea III)<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> FSB (2011), “Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board”, Basel, October.

<sup>3</sup> La Task Force dell’FSB diede vita a vari gruppi di lavoro che stanno analizzando cinque fronti distinti ma fortemente interrelati: 1) il primo riguarda la necessità di rivedere le regole prudenziali per le esposizioni rilevanti delle banche nei confronti di entità “*shadow*” o di fondi di investimento. Esso si occupa anche di uniformare i criteri internazionali di consolidamento prudenziale e contabile; 2) il secondo si interessa della rimozione dei rischi sistemici nel settore dei fondi di mercato monetario, in particolare quelli a capitale ritenuto garantito (c.d. *Constant-NAV MMFs*), la cui natura – simile a quella dei depositi a vista – rende questi strumenti esposti al rischio di elevati e improvvisi riscatti; 3) il terzo ha come obiettivo la necessità di intercettare, monitorare e regolamentare le entità diverse dai fondi monetari che

Nell'approfondire la tematica, l'FSB si rese conto che mancava a livello internazionale un insieme coerente, sistematico e tempestivo di dati, necessari per monitorare il fenomeno ed eventualmente intervenire in modo opportuno. Tale carenza informativa era la diretta conseguenza del debole regime regolamentare presente nella maggior parte delle giurisdizioni. Attraverso l'utilizzo delle statistiche ufficiali ("flusso dei fondi"), integrate con altre informazioni, è stato tuttavia possibile pervenire ad alcune stime della dimensione dello *shadow banking*. Secondo l'ultimo Global Shadow Banking Monitoring Report dell'FSB, l'intermediazione non bancaria con caratteristiche di *shadow banking* (che esclude, ad esempio, le entità prudenzialmente consolidate, le autocartolarizzazioni e i fondi azionari) è pari, per i 23 paesi considerati, a circa 35 mila miliardi di dollari a fine 2013 (60 per cento del PIL di tali paesi)<sup>4</sup>; per l'Italia tale valore ammonta a 400 miliardi di dollari (18,4 per cento del PIL). L'intermediazione bancaria tradizionale (*deposit-taking institutions*) è pari a circa 139 mila miliardi di dollari (222 per cento del PIL dei paesi considerati)<sup>5</sup>; per l'Italia tale valore è di 5 mila miliardi di dollari (234 per cento del PIL).

Non mi soffermerò estesamente sui rischi generati dallo *shadow banking* poiché sono noti. È sufficiente ricordare che essi iniziarono a manifestarsi nell'estate del 2007, con la necessità da parte di alcuni intermediari di salvare, anche per motivi reputazionali, fondi in difficoltà da essi sponsorizzati; negli stessi mesi diverse agenzie di rating annunciarono il *downgrading* di numerose cartolarizzazioni complesse con un rating elevato e spesso con sottostanti costituiti da mutui *subprime*.

La crisi si trasferì rapidamente in Europa, dove diversi intermediari bancari e finanziari si resero conto che il processo di trasferimento del rischio di credito, basato su strutture di cartolarizzazione complesse e opache o con elevata trasformazione delle scadenze (come le *Asset-backed commercial papers* - ABCP), non era più affidabile e sufficiente per alimentare il rifinanziamento delle proprie passività. Criteri prudenziali di consolidamento poco rigorosi dei veicoli o dei *conduit* comportarono l'emersione inattesa di *contingent liabilities* e l'attivazione di

---

rientrano nella definizione di *shadow banking*. Si è deciso, tuttavia, di seguire un approccio "funzionale", basato sulle seguenti cinque tipologie di attività: gestione di veicoli d'investimento collettivo; estensione di credito che dipende da forme di raccolta a breve; intermediazione delle attività di mercato che dipende dalla raccolta a breve o dal prestito titoli; facilitazione della creazione del credito (ad esempio attraverso l'offerta di garanzie); intermediazione creditizia (o attività di raccolta da parte di entità finanziarie) tramite le cartolarizzazioni. Rientra nel mandato di questo gruppo di lavoro anche l'esigenza di individuare, attraverso un'opportuna metodologia, le entità che per dimensione e grado di interconnessione devono essere considerate sistemiche (c.d. NBNI G-SIFIs); 4) il quarto, appena concluso, è stato impegnato nella definizione di criteri tesi a favorire un mercato delle cartolarizzazioni semplici, trasparenti e confrontabili; 5) l'ultimo si occupa della promozione di iniziative nell'ambito delle *securities financing transactions* (*repo market* e *securities lending*) tese a ridurre i rischi sistemici connessi a tali attività emersi durante la crisi finanziaria.

<sup>4</sup> FSB (2014), Global Shadow Banking Monitoring Report 2014.

<sup>5</sup> In questo caso l'insieme dei paesi considerati è più ampio (20 paesi più l'area dell'euro).

linee di liquidità da parte degli “sponsor” di tali strutture. Alcuni intermediari dovettero ricorrere al credito di ultima istanza; altri fallirono. Numerosi intermediari bancari tradizionali che avevano in portafoglio crediti cartolarizzati con rating non adeguato subirono forti perdite e in diversi casi dovettero ricorrere a ingenti sostegni pubblici, pari a diversi punti percentuali del PIL.

Un ruolo importante nella propagazione della crisi è stato svolto dai fondi di mercato monetario (FMM), specie quelli a NAV costante (c.d. fondi C-NAV). Nei giorni seguenti la crisi di Lehman Brothers nel settembre 2008, e in concomitanza con le difficoltà dell’American International Group (AIG) che aveva collocato carta commerciale presso numerosi FMM, un fondo americano di media dimensione (il Reserve Primary Fund) con una modesta quota del proprio portafoglio (circa l’1,2 per cento, pari a 785 milioni di dollari) investito in titoli di Lehman Brothers, non fu in grado di mantenere il valore costante delle proprie quote<sup>6</sup>. Il riscatto improvviso delle stesse creò non solo la crisi del fondo, ma generò negli Stati Uniti una sfiducia nell’intero comparto dei FMM. In una sola settimana vi furono riscatti pari a 300 miliardi di dollari (14 per cento delle attività di quella classe di fondi). La corsa ai riscatti (in tutto simile ai *bank run*) fu alimentata dal fatto che vi era un forte incentivo ad anticipare le mosse degli altri investitori. L’intervento del Tesoro americano, con un supporto per oltre 50 miliardi di dollari, ha contenuto una crisi sistemica in questo mercato, che negli Stati Uniti all’epoca aveva attività in gestione per oltre tre mila miliardi di dollari.

In Europa diversi FMM, anche a NAV variabile, subirono riscatti rilevanti con effetti negativi per le banche che li usavano per fare attività di raccolta a breve termine. Il problema ha riguardato soprattutto i FMM c.d. *enhanced*, che avevano investito in modo rilevante in ABS per ottenere migliori rendimenti<sup>7</sup>.

Alla crescita del mercato delle cartolarizzazioni in alcuni paesi era strettamente associata una maggiore dipendenza della raccolta a breve termine sui mercati all’ingrosso. Il processo di canalizzazione della liquidità, dai detentori di fondi liquidi in cerca di rendimenti (ad esempio tramite i FMM) verso le banche d’investimento (*broker-dealers*), o altri soggetti che raccolgono liquidità a breve termine dando una garanzia collaterale, andò in crisi. Tra le entità attive in questi

---

<sup>6</sup> Cfr: Securities and Exchange Commission, Money Market Fund Reform, RIN 3235-AK61, 23 July 2014, pp. 31-34.

<sup>7</sup> È stato stimato che tra il 2007 e il 2009, 62 fondi (36 americani 26 europei) hanno avuto bisogno di supporto per problemi di liquidità o di deterioramento dei crediti. Almeno 20 “prime funds” europei o americani hanno dato supporto per almeno 12 miliardi di dollari al fine di mantenere costante il valore dei loro fondi C-NAV. Cfr. European Systemic Risk Board Recommendations, Official Journal of the EU, 20 December 2012, p. 11 (2013/C146/01). Per una descrizione del mercato europeo dei MMF, si veda: EU Commission, Staff Working Document. Impact assessment accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds. Brussels, 4.9.2013, SWD(2013)315 final.

mercati vi erano anche gli *hedge funds*, i fondi pensione, le assicurazioni, i fondi sovrani, le società finanziarie (*corporate*). Talvolta i *broker-dealers* offrivano liquidità nel mercato *repo* bilaterale per poi usare i titoli ottenuti come collaterale per altre transazioni (c.d. *rehypothecation*), ad esempio nel mercato del *tri-party repo*. La fase di prolungata bassa volatilità dei mercati antecedente la crisi finanziaria indusse tutti gli “attori” del “sistema bancario ombra” e le loro controparti operanti nel settore bancario tradizionale a raccogliere a breve termine sul mercato all’ingrosso dando talvolta a garanzia titoli cartolarizzati con sottostanti mutui ipotecari *subprime* valutati con uno sconto (*haircut*) modesto. Si ritenne che tale bassa volatilità potesse perdurare nel tempo. I primi segnali di peggioramento del mercato determinarono la richiesta da parte delle banche o di altre entità di un aumento delle garanzie bilaterali (*margin call*). Per fare fronte a tali richieste si verificarono forti svendite di attività finanziarie in un breve lasso di tempo (*fire-sales*) in mercati progressivamente meno liquidi. Ciò ha generato una spirale negativa tra i valori degli attivi e i margini richiesti. Il mercato americano del *tri-party repo* aveva mostrato, sin dalla primavera del 2008 con la crisi di Bearn Stearns, la sua fragilità. Con la crisi di Lehman Brothers molti soggetti attivi su questi mercati si ritirarono dalle transazioni esacerbando 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<sup>8</sup>. La Federal Reserve dovette intervenire per ripristinare la fiducia e sollecitare gli intermediari a una profonda riforma di questa importante infrastruttura di mercato<sup>9</sup>.

In sintesi, nei due decenni che hanno preceduto la crisi, il mercato all’ingrosso della liquidità a breve termine era cresciuto enormemente. Vi avevano contribuito sia fattori di domanda, in particolare la necessità di rifinanziare i veicoli di cartolarizzazione, sia di offerta: a un settore delle

---

<sup>8</sup> Faccio riferimento ai mercati USA di prestito titoli e alle operazioni *repo* con la presenza di un “*tri-party agent*” (una *clearing bank*). Questo agente offre diversi servizi, tra cui la custodia, la compensazione, il regolamento e la gestione del collaterale. Quest’ultimo può venir reso disponibile anche in caso di default (la *clearing bank* fornisce un indennizzo (c.d. *indemnification*) ai “*beneficial owners*” in caso di fallimento del debitore, che tipicamente può essere, come nel caso della crisi del 2008, un *broker-dealer* a rilevanza sistemica. Ciò richiede una politica attenta della gestione del collaterale (incluse tecniche di *stress testing*) e un rilevante buffer di liquidità (“*unencumbered liquidity*”). L’attività di *indemnification* è svolta anche da altri soggetti che svolgono l’attività di prestatore (“*lending agent*”), come i gestori di fondi (ad esempio BlackRock).

<sup>9</sup> Si vedano le raccomandazioni della Task Force on Tri-Party Repo Infrastructure. Payment Risk Committee. Report, May 17, 2010. Per una descrizione di questi mercati e delle criticità emerse durante la crisi, si vedano: Begalle, B., A. Martin, J. McAndrews, S. McLaughlin, “The Risk of Fire Sales in the Tri-Party Repo market”, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report, n. 616, May 2013. Si veda inoltre, Dudley, W., C. “Remarks at the Workshop on Risks of Wholesale Funding”, Federal Reserve Bank of New York, August 13, 2014.

famiglie sempre più indebitato, se ne contrapponeva uno delle imprese con crescenti attivi liquidi da investire a breve termine, ad esempio nei FMM o, più in generale, nei c.d. *institutional cash pools*<sup>10</sup>.

Queste dinamiche, che hanno determinato una rilevante trasformazione delle scadenze, della liquidità e una elevata leva finanziaria, si sono sviluppate al di fuori del perimetro regolamentare prudenziale delle banche tradizionali, anche se le grandi banche o i *broker-dealers* spesso erano controparti o “sponsor” di numerose attività *shadow*. Intermediari non bancari senza il supporto di banca centrale svolgevano un ruolo decisivo nel mercato del trasferimento del rischio di credito (attraverso la strutturazione di strumenti come i CDS o i CDO) ed erano molto attivi nel processo di creazione di “*safe assets*” utilizzati nel mercato *repo* e del prestito titoli.

Gli elementi che emergono dalla ricognizione dei rischi *shadow* sono i seguenti:

1) forti interdipendenze tra il sistema bancario e lo *shadow banking* che hanno trovato alimento da forme di arbitraggio regolamentare, da regole prudenziali deboli (come per i criteri di consolidamento prudenziale) o da incentivi non corretti;

2) un evento negativo improvviso può assumere una dimensione sistemica sia attraverso fenomeni di pro-ciclicità (ad esempio *margin calls*) e di contagio tra intermediari, sia a causa dell'emergere di *clusters* di volatilità nelle attività di un numero elevato di entità *shadow* non direttamente interconnesse, ma che operano negli stessi mercati (ad esempio *repo* market, *securities lending*, cartolarizzazioni): si assiste in questi casi a fenomeni di contagio non solo diretto tra intermediari, ma anche indiretto, attraverso il mercato. Ne consegue che la vigilanza sulle entità deve essere affiancata anche da una sorveglianza sulle attività potenzialmente in grado di generare rischi di tipo bancario. Essa deve realizzarsi accrescendo la loro trasparenza e semplicità (come nel caso delle cartolarizzazioni) e prevedendo standard qualitativi e quantitativi minimi (ad esempio per le politiche di utilizzo dei margini delle *securities financing transactions*), in particolare quando tali attività vedono il coinvolgimento di entità non regolamentate;

3) rilevanti disallineamenti nel regime prudenziale tra banche ed entità *shadow* che generano rischi di natura bancaria (*broker-dealers*, *finance companies*: *leasing*, *factoring*, *consumer credit*, *asset managers*, *financial guarantors*, ecc.) favoriscono l'arbitraggio regolamentare;

---

<sup>10</sup> Gli “*institutional cash pools*” sono così definiti: “*centrally managed, short-term cash balances of global non-financial corporations and institutional investors such as asset managers, securities lenders and pension funds*”. Si veda: Pozsar, Z. (2011), “*Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System*”, IMF Working paper, WP/11/190, August 2011.

4) posizioni che fanno ricorso alla leva finanziaria anche tramite l'uso di strumenti derivati svolgono un ruolo di moltiplicatore dei rischi che possono ripercuotersi nell'intero sistema finanziario attraverso i canali del rischio di liquidità e di controparte.

Come noto, gli intermediari italiani subirono, in quella fase iniziale della crisi, l'onda d'urto derivante dal prosciugarsi della liquidità sui mercati interbancari internazionali e dal blocco totale del mercato globale delle cartolarizzazioni. Alcuni dei fenomeni sopra richiamati si presentarono anche nella seconda fase della crisi, pur avendo quest'ultima una natura assai diversa: faccio riferimento alla crisi che si è manifestata nella tarda estate del 2011, che ha visto l'interazione tra un persistente ciclo economico negativo e l'emergere del rischio sovrano. Ciò ha determinato un deterioramento dei bilanci delle banche italiane, per loro natura più tradizionali e meno connessi con il "sistema bancario ombra".

## **2. L'approccio regolamentare italiano allo *shadow banking system***

In un contesto di rapidi cambiamenti, dove si susseguono a livello internazionale numerose iniziative finalizzate a promuovere la regolamentazione dello *shadow banking system*, il nostro paese non si è trovato impreparato. Grazie al Testo unico bancario, opera nel nostro paese un impianto regolamentare organico, basato su un ampio perimetro di vigilanza, tendenzialmente "convergente" per gli intermediari bancari e per quelli finanziari. La buona qualità del capitale prudenziale (derivante da un modesto uso di strumenti ibridi di patrimonializzazione), l'ampio perimetro regolamentare e il controllo dei gruppi bancari su base consolidata sono stati elementi essenziali per evitare arbitraggi regolamentari. Il rapporto sinergico tra le varie finalità di vigilanza (sana e prudente gestione, trasparenza e correttezza delle relazioni con la clientela, stabilità finanziaria) ha permesso di contenere anche i rischi generati dagli intermediari non bancari. Questi ultimi furono regolamentati nei primi anni '90 anche con finalità di "antiriciclaggio".

L'approccio del legislatore, che estendeva l'area della vigilanza prudenziale anche agli intermediari specializzati non bancari, affonda le radici in fattori assai remoti, antecedenti al Testo unico bancario. L'emergere di imprese paraboliche risale agli inizi degli anni settanta<sup>11</sup>. Il loro sviluppo, dapprima contenuto, accelerò dalla fine di quel decennio, quando i controlli sugli impieghi bancari favorirono la ricerca di forme alternative di credito. Le banche, attraverso la configurazione del gruppo polifunzionale, hanno spesso promosso, sviluppato e controllato

---

<sup>11</sup> Per una ricostruzione storica di questa evoluzione si veda Pierluigi Ciocca (2000), *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Bollati Boringhieri editore, Torino.

l'intermediazione non bancaria (società di leasing, factoring, credito al consumo, intermediazione mobiliare). Ciò riflette un tratto specifico del capitalismo italiano, caratterizzato dalla centralità delle banche; ne definisce anche i limiti, come richiamato in varie occasioni anche dalla Banca d'Italia<sup>12</sup>.

Un ruolo importante nel contenere i rischi per il sistema è stato svolto dalla normativa italiana sulle cartolarizzazioni, che ha favorito lo sviluppo di strutture semplici e trasparenti, basate prevalentemente sull'emissione di ABS e non sull'utilizzo di strumenti derivati di trasferimento del rischio di credito. L'uso delle ABCP, con una elevata trasformazione delle scadenze, fu limitato in Italia anche da un trattamento fiscale penalizzante. Ciò non ha tuttavia frenato, negli anni precedenti la crisi finanziaria, lo sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni in Italia, che è stato tra i maggiori a livello europeo. Anche nel settore dei fondi di investimento e in particolare nel comparto dei fondi monetari, opportuni presidi normativi hanno impedito la diffusione di fondi a NAV costante che presentano le fragilità cui abbiamo fatto cenno.

L'approccio seguito in Italia, basato su un principio di vigilanza tendenzialmente equivalente (che abbiamo prima definito "convergente"), supportato da un vasto apparato segnaletico e da una rigorosa attività ispettiva e applicato a un insieme ampio di soggetti, tra cui le finanziarie, i *securitisation servicers*, i confidi, appare unico nel contesto internazionale. È auspicabile che questo modello, opportunamente calibrato per tenere conto dei profili di proporzionalità, sia adottato anche a livello internazionale.

Come accennato, pratiche non rigorose di consolidamento dei veicoli di cartolarizzazione o di altre entità, come fondi monetari "sponsorizzati", hanno permesso forme di arbitraggio regolamentare. In Italia, la nozione di controllo contenuta nel TUB, basata non solo sulla fattispecie del controllo giuridico ma anche su quella del controllo di fatto, aveva permesso, già prima dell'emergere della crisi finanziaria, di estendere il consolidamento prudenziale anche a quelle entità finanziarie per le quali è possibile ravvisare una forma di influenza dominante a seguito di apposite clausole statutarie o specifici accordi tra i soci.

Nel corso del 2014, inoltre, le disposizioni di vigilanza sono state riviste in un'ottica di rafforzamento della vigilanza sul gruppo bancario, tenendo conto dei più avanzati *standard* internazionali (Core Principles for Effective Banking Supervision del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria), della recente evoluzione dei principi contabili e degli orientamenti

---

<sup>12</sup> Cfr. "Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco", ABI, Assemblea ordinaria, Roma, 10 luglio 2013.

internazionali in materia di *shadow banking*. In particolare, con riferimento alle società veicolo, sono state incluse nella nozione di influenza dominante le fattispecie per le quali sussistono rapporti organizzativi e finanziari idonei ad attribuire in capo al gruppo bancario la maggioranza dei benefici e/o dei rischi delle attività del veicolo stesso, indipendentemente dal trattamento adottato ai fini di bilancio. Ciò al fine di recuperare nell'ambito del consolidamento prudenziale società che potrebbero rimanere escluse dal consolidamento di bilancio in ossequio all'applicazione delle nuove regole contabili, come ad esempio, alcune società veicolo del tipo “*autopilot*”, nelle quali potrebbe non ravvisarsi una forma di controllo a fini contabili.

Da richiamare infine, le attribuzioni del TUF alla Banca d'Italia riguardanti l'attività di supervisione su alcuni mercati monetari e finanziari, che essa svolge sia attraverso la vigilanza informativa e ispettiva sulle società di gestione di mercato, sia con il monitoraggio e l'analisi dei principali indicatori di liquidità delle contrattazioni. L'obiettivo è preservare l'integrità di questi mercati, cruciali per la trasmissione della politica monetaria e per la stabilità finanziaria; garantire l'efficiente processo di formazione dei prezzi, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni da parte di tutti gli operatori, l'adeguato grado di liquidità degli scambi.

Intendo ora soffermarmi su alcuni aspetti di maggiore attualità: le prossime disposizioni per gli intermediari finanziari e le misure finalizzate a favorire il credito alle imprese attraverso lo sviluppo di fondi comuni specializzati in investimenti di lungo termine e nell'erogazione di credito. Si tratta di interventi che operano in continuità con il passato e rafforzano il nostro modello di vigilanza, cercando di coniugare il rigoroso presidio dei rischi con l'esigenza di un maggiore sviluppo dell'intermediazione non bancaria.

## ***2.1 Le disposizioni per gli intermediari finanziari e il principio della vigilanza “equivalente”***

La Banca d'Italia ha sottoposto a una duplice consultazione gli schemi delle “Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari” con la cui emanazione – subordinata alla pubblicazione dei decreti attuativi di competenza del MEF previsti dal TUB – si darà attuazione alla riforma del Titolo V del TUB che ha previsto la riconduzione di tutte le società finanziarie in un unico albo (cosiddetti “intermediari 106 TUB”).

La riforma ha apportato significative innovazioni nella disciplina dell'intermediazione finanziaria allo scopo di rafforzare i requisiti di accesso al mercato, i poteri e i controlli di vigilanza in modo che l'esercizio delle attività riservate sia consentito ai soli soggetti che assicurino piena affidabilità e correttezza.

Le nuove disposizioni tendono a una piena razionalizzazione della normativa di vigilanza applicata a diverse categorie di intermediari secondo la logica di una vigilanza equivalente a quella relativa alle banche. Si darà così attuazione a una regolamentazione/ supervisione sugli intermediari finanziari pienamente complementare a quella esercitata, rispettivamente, dall'EBA e dall'SSM per il sistema bancario.

Lo schema di disciplina della Banca d'Italia sottoposto a consultazione si attiene ad alcuni principi fondamentali: salvaguardia della sana e prudente gestione dei soggetti vigilati; tutela della stabilità finanziaria; neutralità della regolamentazione rispetto ai diversi intermediari vigilati che svolgono la medesima attività; declinazione della disciplina secondo proporzionalità, per tenere conto della complessità operativa, dimensionale e organizzativa degli intermediari e della natura specifica dell'attività svolta, come richiesto dalla legge.

Lo schema adottato risponde ai principi di proporzionalità dell'azione di vigilanza introducendo elementi di semplificazione e di flessibilità normativa per gli intermediari di minore complessità dimensionale od operativa (ad es.: semplificazione in tema di articolazione delle strutture di controllo; definizione di "intermediari minori", per i quali sono previste ulteriori semplificazioni in tema di *governance*).

## ***2.2 Lo sviluppo di fondi europei di investimento a lungo termine e per il credito alle imprese***

Da tempo la Banca d'Italia ha individuato nella eccessiva dipendenza dal credito bancario uno dei limiti delle imprese italiane. Per favorire una più equilibrata struttura finanziaria e una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento, sono state intraprese di recente numerose iniziative. Tra esse vi sono le misure tese a promuovere l'emissione di obbligazioni da parte delle PMI (c.d. *minibond*) e le norme che permettono anche ai fondi comuni di investimento, alle assicurazioni e ai veicoli di cartolarizzazione di erogare crediti. In tale ambito la Banca d'Italia, di concerto con il MEF e la Consob, ha sostenuto le iniziative europee riguardanti lo sviluppo di fondi dedicati agli investimenti di lungo periodo e fondi che possano non solo investire in crediti originati da terzi (c.d. *participation funds*), ma anche erogare direttamente credito a valere sulle disponibilità raccolte presso gli investitori del fondo (c.d. *origination funds*)<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> Giorgio Gobbi, Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge n. 1541, concernente la conversione in legge del decreto-legge 24 giugno 2014, n.91; Senato della Repubblica, 14 luglio 2014.

Durante il semestre italiano è stato raggiunto un importante accordo tra Parlamento europeo, Commissione e Consiglio, per approvare un Regolamento riguardante i Fondi europei di investimento a lungo termine (c.d. “ELTIF”, *European Long-Term Investment Funds*). La nuova normativa prevede la possibilità di istituire e commercializzare a investitori professionali e *retail*, in regime di “passaporto europeo”, in tutto il territorio dell’UE, organismi di investimento collettivo del risparmio, inclusi quelli che possono erogare finanziamenti (i cc.dd. fondi di credito), aventi forma chiusa. Gli ELTIF rientrerebbero nella categoria dei fondi comuni di investimento alternativi (“FIA”), amministrati da gestori di fondi alternativi che ricadono nell’ambito di applicazione della Direttiva 2011/61/UE (“Direttiva AIMFD”). L’iniziativa si inquadra tra le misure per promuovere gli investimenti in progetti, quali quelli in infrastrutture, che richiedono finanziamenti a lungo termine e non sono immediatamente remunerativi.

Il Regolamento detta una disciplina completa dei fondi ELTIF con riguardo sia alle caratteristiche e al funzionamento dell’organismo (autorizzazione, politica di investimento, struttura) sia alle regole di trasparenza e commercializzazione dello stesso. Gli aspetti di maggiore interesse per l’attività di vigilanza della Banca d’Italia riguardano le regole di funzionamento del fondo, quali la composizione e diversificazione del portafoglio e i limiti al rimborso delle quote del fondo<sup>14</sup>. Nel nostro paese è già possibile costituire organismi analoghi agli ELTIF, nella forma di fondi comuni di investimento chiusi.

Nei mesi scorsi, una modifica del Testo Unico della Finanza ha accordato ai fondi di diritto italiano la possibilità di investire in prestiti concessi a valere sul patrimonio dei fondi stessi. Ciò ha permesso, prima ancora dell’approvazione del Regolamento ELTIF, di rimuovere vincoli operativi assenti in altre giurisdizioni europee. La disciplina secondaria in materia è definita dal nuovo Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015, non ancora in vigore in attesa dell’emanazione del decreto del MEF attuativo dell’art. 39 TUF: ai gestori è richiesta la

---

<sup>14</sup> Con riguardo agli ELTIF è previsto che: 1) per almeno il 70 per cento del proprio patrimonio il fondo investa in: (i) strumenti finanziari emessi da imprese non finanziarie non quotate o quotate ma con capitalizzazione non superiore a € 500 mln; (ii) parti di altri fondi ELTIF, fondi di venture capital (EuVECA) o per l’imprenditoria sociale (EuSEF), ovvero eroghi prestiti alle medesime categorie di imprese di cui alla lett. (i). Il restante 30 per cento del patrimonio può essere investito in attività liquide; 2) rispetti limiti di concentrazione dei rischi (ad es. il fondo non può investire più del 10 per cento del proprio capitale in strumenti finanziari emessi da una stessa società o in parti di altri fondi); 3) rispetti stringenti limiti di leva finanziaria, in base ai quali l’ELTIF può indebitarsi per un ammontare non superiore al 30 per cento del capitale, da impiegare esclusivamente per finanziarie gli investimenti. L’utilizzo degli strumenti derivati è consentito solo a fini di copertura del rischio; 4) coerentemente con l’orizzonte temporale di lungo termine degli investimenti, abbia forma “chiusa”, con impossibilità per gli investitori di ricevere il rimborso della propria quota prima della scadenza dell’ELTIF stesso (fatta salva la possibilità di riscatto anticipato delle quote limitata alla sola eventuale parte di investimenti dell’ELTIF in attivi liquidi). Per consentire i disinvestimenti prima della scadenza del fondo, è espressamente ammesso (sebbene non sia obbligatorio) che le parti degli ELTIF possano essere quotate e negoziate in un mercato secondario ed è previsto che i partecipanti al fondo possano liberamente cedere le proprie parti a terzi. Per gli investitori al dettaglio è prevista una soglia di investimento minimo iniziale (c.d. “*entry ticket*”).

definizione e l'applicazione di un adeguato processo di gestione del credito; inoltre, opportuni presidi prudenziali - segnatamente in termini di struttura chiusa del fondo, limiti di concentrazione e di leva finanziaria - contribuiscono a ridurre i rischi tipici dell'attività di finanziamento.

### **3. I fondi di mercato monetario e le proposte di regolamentazione in Europa**

I fondi di mercato monetario (FMM) svolgono un ruolo importante nello *shadow banking system*. I FMM investono nei mercati *repo* e in titoli di debito a breve emessi da banche o da società finanziarie e non finanziarie. In Europa, una quota importante di FMM sono a NAV costante (C-NAV) e hanno le caratteristiche e i rischi prima descritti. Tra i vantaggi dei fondi C-NAV vi è la possibilità per gli investitori di depositare praticamente “a vista” somme ingenti, superiori all'ammontare coperto dall'assicurazione sui depositi, in strumenti segregati, quindi privi del rischio di controparte. In Europa i fondi C-NAV, spesso denominati in dollari, sono perlopiù di diritto irlandese o lussemburghese in relazione alle ampie facoltà operative consentite dai rispettivi ordinamenti e al favorevole regime fiscale.

L'FSB e l'IOSCO hanno raccomandato nell'ottobre del 2012 di riformare questo settore per rimuovere o contenere i rischi sistemici dei MMF. In particolare ha raccomandato di trasformare i C-NAV in fondi a NAV variabile, oppure, in alternativa, di introdurre “*safeguards*” per renderli più resilienti in caso di riscatti significativi. Lo scorso luglio le autorità americane, dopo un lungo dibattito, hanno deciso di trasformare i C-NAV in fondi a NAV variabile, pur con una rilevante deroga per quelli al dettaglio o “governativi”.

Nei paesi UE, i fondi di mercato monetario sono disciplinati negli ordinamenti nazionali mediante l'applicazione delle linee guida approvate dal CESR (ora ESMA) nel 2010. A settembre 2013, la Commissione europea ha presentato una proposta di Regolamento, la cui discussione è stata avviata nel corso del semestre di Presidenza Italiana del Consiglio conclusosi di recente. Sono stati promossi alcuni importanti emendamenti alla proposta di Regolamento della Commissione basata, tra i vari aspetti, sull'istituzione di un presidio di capitale (c.d. “*NAV buffer*”). Molti paesi membri hanno ritenuto non adeguato questo approccio, poco congeniale alla natura giuridica di un fondo, difficile da calibrare e presumibilmente prociclico. Durante il semestre italiano vi è stata la difficoltà di conciliare la posizione di coloro che sono favorevoli alla fluttuazione obbligatoria dei fondi C-NAV, e coloro che ritengono che sia sufficiente introdurre presidi specifici quali *liquidity*

*fees and gates* da attivare, per ridurre il rischi di riscatti preventivi (*pre-emptive runs*), a discrezione del gestore del fondo, in determinate circostanze<sup>15</sup>.

#### **4. Le entità sistemiche non bancarie e non assicurative (NBNI G-SIFIs)**

Nel novembre 2011 nel Summit del G-20 a Cannes, i leader dei paesi membri hanno chiesto all'FSB e all'IOSCO di preparare una metodologia volta a identificare le entità *shadow* di tipo sistemico diverse dalle banche e dalle assicurazioni (Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions - NBNI G-SIFIs). Come per le banche, si tratta di istituzioni la cui crisi potrebbe causare significativi effetti negativi al sistema economico e finanziario globale. Rispetto alle banche e alle assicurazioni, la complessità risiede nella grande eterogeneità dei profili di business e di rischio. Questi ultimi si possono realizzare attraverso vari canali, tra cui il grado di esposizione delle controparti verso queste entità, la liquidazione improvvisa di attività con effetti negativi sui prezzi, la scarsa sostituibilità delle funzioni o dei servizi offerti dalle entità *shadow* di tipo sistemico.

L'FSB e l'IOSCO stanno ancora lavorando per proporre una metodologia avente come obiettivi l'identificazione delle entità, la definizione degli indicatori di rischio e delle soglie di materialità, la designazione delle entità da assoggettare a requisiti specifici.

È necessario che l'insieme delle entità da considerare sia ampio e includa, oltre alle società finanziarie e ai *broker-dealers*, anche quelle che forniscono garanzie (*financial guarantors*) pubbliche o private, i fondi sovrani, i fondi pensione, i gestori dei fondi. Ciò in ragione del fatto che questi soggetti sono spesso coinvolti in forme sofisticate di trasferimento del rischio, di trasformazione delle scadenze e della liquidità.

In varie occasioni, a livello internazionale, abbiamo sostenuto la tesi che, nell'individuazione delle entità sistemiche, "la dimensione conta", calcolata sul volume totale delle masse gestite. Anche se i singoli fondi sono segregati e il gestore non è chiamato a ripianare le

---

<sup>15</sup> La Presidenza italiana ha proposto una soluzione di compromesso che prevede di trasformare i fondi C-NAV in fondi a NAV semi-variabile (c.d. *Low-Volatility NAV MMFs*) attraverso un meccanismo basato su tecniche di arrotondamento, come soluzione transitoria prima di rivedere la materia dopo un congruo periodo di tempo. L'approccio LV-NAV, rinforzato con presidi specifici, come "*liquidity fees and gates*" discrezionali, un rilevante buffer di liquidità, precisi vincoli d'investimento, forte limitazione del metodo contabile basato sul costo ammortizzato, dovrebbe rimuovere o ridurre l'effetto negativo del CNAV, ovvero la caratteristica di essere una specie di deposito a vista, percepito come uno strumento a capitale garantito, dove vi è un "*first-mover advantage*". Per ora non è stato possibile trovare un accordo in sede europea. Auspico che si trovi, in tempi brevi, una soluzione basata sulla trasformazione obbligatoria dei fondi a NAV costante.

perdite delle attività gestite (che ricadono interamente sui clienti), è importante che vi siano presidi sulla società che gestisce tali attività a livello accentrato (attività di trading, di gestione del rischio, di *pricing*, di *securities lending* - incluso il *cash collateral reinvestment* - di strategie di gestione complesse e specifiche).

L'attenzione della Vigilanza si estrinseca in controlli anche ispettivi sul governo interno aziendale, sulla gestione dei rischi, sulla corretta valutazione delle attività, sui meccanismi di incentivazione e sulle politiche di remunerazione. Questi aspetti concorrono in modo importante alla sana e prudente gestione dell'impresa. I rischi legali, operativi, di condotta, possono avere ripercussioni rilevanti sul gestore e sulla sua reputazione di mercato. Tale approccio, basato su un doppio livello (individuazione delle entità in base al totale delle attività e successiva individuazione dei rischi, come ad esempio una leva eccessiva, e dei loro effetti), ha il pregio della semplicità e dell'efficacia nel raggiungimento degli obiettivi prima citati; esso riduce inoltre il rischio di pratiche opportunistiche ed elusive.

## 5. Conclusioni

In questa fase congiunturale l'attenzione dei regolatori è volta non solo a presidiare con il necessario rigore i rischi di natura bancaria generati dal "sistema bancario ombra", traendo lezione dagli insegnamenti della crisi, ma anche a promuovere la crescita. Ciò è particolarmente vero in Italia, dove le criticità si sono manifestate soprattutto nella seconda fase della crisi, con l'emergere di rischi tradizionali (non *shadow*), quali il deterioramento della qualità del credito o di rischi connessi a problemi di finanza pubblica. Supportare la crescita attraverso un modello sostenibile significa contenere tali rischi. È fondamentale in questo processo evitare di generare anche in Italia rischi *shadow* di natura sistemica. Ciò ha ispirato recenti interventi della Banca d'Italia: sono state previste regole prudenziali per evitare che vi sia un trasferimento del rischio di credito entro i conglomerati finanziari dal comparto bancario a quello assicurativo al solo scopo di ridurre i requisiti patrimoniali; si è insistito a livello comunitario affinché gli ELTIF siano esclusivamente fondi chiusi, per evitare rischi di liquidità e di trasformazione delle scadenze; sono stati posti stringenti limiti alla leva.

È importante che operino incentivi corretti; in presenza di asimmetrie informative o di altre inefficienze di mercato, anche la regolamentazione più incisiva può essere aggirata da agenti economici che perseguono, oltre il dovuto, la massimizzazione del profitto di breve termine, a scapito della stabilità. A supporto dei recenti provvedimenti prima richiamati, si è ad esempio

previsto che l'attività di *screening and monitoring*, cuore dell'attività bancaria, resti affidata, nel caso dei veicoli di cartolarizzazione, alle banche e agli intermediari finanziari (ex art. 106 del TUB). Per le assicurazioni il rischio di credito dovrà essere gestito e mitigato con tutti gli strumenti tipicamente adottati dalle banche. Si è già fatto cenno al processo di gestione del credito di cui i gestori dei fondi devono dotarsi. Altrettanto importanti sono le regole di compartecipazione al rischio (c.d. *retention rule*) e di limitazione dei conflitti d'interesse. Per evitare rischi reputazionali sono stati posti vincoli o limitazioni alla collocazione di strumenti presso investitori al dettaglio. È stata infine prevista l'estensione ai nuovi soggetti abilitati a erogare credito dell'obbligo di segnalazione alla Centrale dei Rischi.

Si tratta di un insieme di misure organiche e coerenti, basate sull'assunto che solo attraverso questo approccio complessivo ("olistico") è possibile contenere forme attuali e nuove di rischi *shadow*. Altri approcci, che concentrano i controlli prudenziali prevalentemente sul sistema bancario tradizionale, trascurando gli intermediari non bancari, sono meno efficaci e più gravosi per il sistema economico.