

Intermediazione finanziaria: il nuovo approccio regolamentare.

di Anna Maria Agresti
Banca Centrale Europea¹

ABSTRACT

Lo sviluppo della regolamentazione finanziaria micro e macro prudenziale sono il cuore delle nuove regole di supervisione nella Unione Europea. In questa ottica, il paper analizza come al fine di realizzare gli obiettivi di vigilanza, per il legislatore europeo sia stato necessario implementare un vasto programma di rinnovamento istituzionale, per poter essere al passo con l'integrazione dei mercati finanziari. Sotto un punto di vista microprudenziale, si presenta di fatto come il sistema di supervisione bancario si sia ulteriormente evoluto con le nuove istituzioni a seguito delle crisi finanziaria e con la creazione del MVU. Un ruolo centrale nella supervisione bancaria viene svolto dalla Banca Centrale Europea. Mentre sul fronte macroprudenziale l'attore principale è il Consiglio Europeo per il Rischio Sistemico (CERS), che svolge la sua attività in collaborazione con le altre autorità di vigilanza europee. Le innovazioni regolamentari riguardano anche il settore non bancario (shadow banking) dove entità finanziarie non regolamentate possono limitare la trasparenza e l'informazione delle operazioni di credito e costituire le principali fonti di rischio e vulnerabilità del sistema finanziario.

The development of micro and macro prudential financial regulations are at the heart of the new supervision rules in the European Union following the financial crisis. . With this in mind, the paper analyses how, in order to achieve the supervisory objectives, for the European legislator it was necessary to implement an extensive institutional renewal program, in order to be able to keep up with the developments of financial markets. From a microprudential point of view, the supervisory system has in fact evolved further with the new institutions following the financial crisis and with the creation of the SSM, with a central role

¹ Le opinioni espresse sono esclusivamente dell'Autore e non rappresentano la posizione ufficiale della Banca Centrale Europea.

played by the ECB. While on the macroprudential side, the main actor is the European Systemic Risk Board (ESRB), which carries out its activity in collaboration with the other European Supervisory Authorities. The regulatory innovations also concern the non-banking sector (shadow banking) where unregulated financial entities can limit transparency and the information of credit operations and constitute the main sources of risk and vulnerability in the financial system.

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. Le risposte alla crisi finanziaria da parte delle comunità internazionale e della Commissione Europea. – 3. Le risposte alla crisi finanziaria da parte della Unione Europea. Il ruolo della Banca Centrale Europea. – 4. Il nuovo assetto macroprudenziale. – 5. Definizione di intermediazione finanziaria non bancaria (*shadow banking*). – 6. Gli intermediari e la loro regolamentazione: un focus alle imprese di investimento. – 7. Il quadro di *policy* di riferimento. – 8. Conclusioni

1. Introduzione.

A seguito della crisi finanziaria i leader internazionali del G20 hanno individuato come una delle priorità della loro agenda di politica internazionale i principali rischi del sistema finanziario e di formulare raccomandazioni ad esso adeguati. Il G20 iniziò un vasto programma di riforme al fine di aumentare la capacità di resistenza del sistema finanziario globale. Il *Financial Stability Board* (FSB) viene creato nel 2009 con l'obiettivo di rendere il sistema finanziario più resistente, di ridurre la rischiosità delle *too-big-to-fail* (TBTF) e di costituire gruppi di lavoro (i.e. *shadow banking, data gaps*).

Per assicurare la stabilità finanziaria, le differenti istituzioni internazionali e nazionali ed i relativi sistemi legislativi hanno dovuto fare fronte ad un sistema finanziario caratterizzato da una sempre maggiore complessità, da grandi banche tra loro sempre più interconnesse con un notevole sviluppo di nuovi e più sofisticati prodotti finanziari e da una intermediazione non bancaria in continua evoluzione. Ruolo fondamentale in questa direzione è stato svolto dalla Commissione europea, che fin dagli albori della crisi finanziaria del 2007 ha avviato una riforma globale del settore dei servizi finanziari in Europa,

nell'intento di conferirgli maggiore solidità e stabilità². Successivamente, la Commissione ha individuato cinque aree fondamentali di *policy* che dovevano essere considerate prioritarie per la stabilità ed il funzionamento del mercato finanziario. Tra queste cinque maggiori aree di intervento per aumentare e rafforzare la stabilità finanziaria messe in atto dalla Commissione Europea, ai fini della nostra indagine sul ruolo della regolamentazione ed i suoi effetti sulla *Union Banking*, dobbiamo focalizzare l'attenzione sulla specifica azione di *policy* stabilire una *Union Banking*. Vediamo nelle prossime sezioni quali sono stati gli interventi di *policy* più rilevanti.

2. Le risposte alla crisi finanziaria da parte delle comunità internazionale e della Commissione Europea.

La comunicazione dell'Unione europea "*Guidare la ripresa in Europa*" del marzo 2009 contiene una tabella di marcia dettagliata per migliorare la regolamentazione e la vigilanza dei mercati finanziari dell'UE e delle istituzioni. La Commissione, visto che i modelli della vigilanza a base nazionale risultano superati rispetto alla realtà di un mercato in cui un numero sempre più elevato di banche e imprese di assicurazioni opera su scala transnazionale, si propone un obiettivo principale: fornire all'UE un quadro di vigilanza che individui tempestivamente i rischi potenziali, presentando un pacchetto sulla vigilanza finanziaria europea, su cui il Consiglio europeo di giugno dovrà pronunciarsi. Il pacchetto comprenderà due elementi: – in materia di vigilanza macroprudenziale, misure volte a istituire un organismo europeo incaricato di vigilare sulla stabilità del sistema finanziario nel suo complesso; – in materia di vigilanza microprudenziale, proposte relative alla struttura di un sistema europeo di vigilanza finanziaria.

² Allo stesso tempo, la Commissione ha anche iniziato ad investigare le modalità normative sia per ridurre il rischio del settore bancario sia per evitare che il rischio del settore possa spostarsi verso la sfera non regolamentata.

La connessione tra vigilanza micro e macro prudenziale diviene quindi un obiettivo principale di *policy* della Commissione. Il punto di svolta, per iniziare a ripensare il quadro di regolamentazione sono di certo le raccomandazioni del Gruppo de Larosière. Di fatto, già la relazione de Larosière raccomandava la creazione di un Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) strutturato come rete decentrata attraverso la creazione di un sistema composto di vigilanza microprudenziale e macroprudenziale, fatto di autorità europee e nazionali con lo scopo di assicurare una vigilanza coerente e uniforme all'interno dell'UE. Per quanto riguarda la vigilanza macroprudenziale, la Commissione accolse favorevolmente l'idea di un nuovo organismo europeo sotto l'egida della BCE, che avesse il compito di raccogliere e analizzare le informazioni su tutti i rischi abbracciando tutti i settori delle finanze: un Consiglio europeo per il rischio sistemico (CERS), che dovrebbe monitorare e valutare i rischi per la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso ("vigilanza macroprudenziale"). Il CERS potrebbe in questo modo fornire un allarme precoce circa i rischi sistemici che potrebbero accentuarsi e, se necessario fornire le raccomandazioni per l'azione per far fronte a questi rischi. La creazione del CERS dovrebbe affrontare una delle debolezze fondamentali evidenziate da questa crisi, che è l'esposizione del sistema finanziario ai rischi sistemici interconnessi, complessi, settoriali e intersettoriali. Dall'altro canto la costituzione di un Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (SEVIF) per la vigilanza dei singoli istituti finanziari ("vigilanza microprudenziale"), costituito da una solida rete di autorità di vigilanza finanziaria nazionali che lavorano in cooperazione con le nuove autorità di vigilanza europee, dovrebbe essere istituito per garantire maggior coordinamento tra le differenti istituzioni nazionali.

3. Le risposte alla crisi finanziaria da parte della Unione Europea. Il ruolo della Banca Centrale Europea.

Quindi il nuovo assetto di vigilanza europeo prevede ora un assetto istituzionale microprudenziale ed una nuova struttura per la sorveglianza macroprudenziale. Iniziamo col vedere le istituzioni macroprudenziali ed i loro obiettivi. La crisi finanziaria ha anche dimostrato che il semplice coordinamento della vigilanza finanziaria tramite il SEVIF non sia stato sufficiente a evitare la frammentazione del mercato finanziario europeo. La risposta Europea a ciò è stata pertanto la creazione ed un rafforzamento della vigilanza con un meccanismo di vigilanza unico (MVU, istituito)³, un meccanismo di risoluzione unico (SRM e un sistema comune di garanzia dei depositi (proposto nella forma di un sistema europeo di assicurazione dei depositi (EDIS)). La motivazione di fondo della istituzione del MVU⁴ la si trova nel constatare che dopo le crisi "oltre all'adozione di un quadro regolamentare rafforzato dell'Unione, le autorità di vigilanza devono intensificare l'attività di controllo ed essere in grado di vigilare su mercati ed enti estremamente complessi e interconnessi". Inoltre, al fine di assicurare un efficace funzionamento della regolamentazione, è necessario "assicurare, tramite un meccanismo di vigilanza unico, che la politica dell'Unione in materia di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi sia attuata in maniera coerente ed efficace. Bisogna assicurare che il *corpus* unico di norme sui servizi finanziari sia applicato nella stessa maniera agli enti creditizi in tutti gli Stati membri interessati e che tali enti creditizi siano sottoposti a una vigilanza ottimale sotto il profilo qualitativo e libera da considerazioni estranee all'ottica prudenziale". I due atti legislativi fondamentali per il nuovo assetto bancario del Meccanismo di vigilanza unico (MUV) sono due: Il Regolamento (UE) n. 1024/2013 (di seguito il «regolamento sull'MVU») che istituisce il Meccanismo di vigilanza unico (MVU) composto dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dalle autorità nazionali competenti (ANC) degli Stati membri partecipanti ed il Regolamento BCE/2014/17, del 16 aprile 2014, che istituisce il quadro di

³ Atto istitutivo del MVU, Il Regolamento (UE) n. 1024/2013 (di seguito il «regolamento sull'MVU»)

⁴ La si trova nei considerando del il Regolamento (UE) n. 1024/2013.

cooperazione nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico tra la BCE e le autorità nazionali competenti e con le autorità nazionali designate. L'MVU è composto dalla BCE e dalle Autorità Nazionali Competenti (ANC) degli Stati membri partecipanti e unisce pertanto le forze, l'esperienza e le competenze di tutti questi soggetti⁵. La BCE è responsabile del funzionamento efficace e coerente dell'MVU ed esercita una sorveglianza sul funzionamento del sistema, sulla base della ripartizione delle competenze tra la BCE e le ANC, come stabilito nel regolamento sull'MVU⁶. In caso di fallimento, vengono applicate le procedure di risoluzione ai sensi della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche per evitare, in particolare, effetti avversi significativi sul sistema finanziario e per tutelare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario⁷. L'obiettivo del MVU è garantire una vigilanza uniforme e coerente degli istituti di credito per prevenire l'arbitraggio regolamentare e la frammentazione del mercato dei servizi finanziari nell'Unione. Per assicurare una vigilanza uniforme la BCE coopera strettamente con le altre autorità che compongono il SEVIF, e in particolare con l'ABE. "La BCE gode di indipendenza funzionale, personale e finanziaria, non soltanto quale autorità di politica monetaria, ma anche quale autorità di vigilanza. La BCE esercita la vigilanza diretta su tutti gli enti classificati come significativi. L'attività corrente di vigilanza sarà svolta da gruppi di vigilanza congiunti (GVC), che comprendono personale proveniente sia dalle ANC sia dalla BCE. Le ANC continuano a condurre le attività di vigilanza diretta sugli enti meno significativi, sotto la supervisione della BCE. In termini organizzativi è necessario avere un

⁵ BCE; Guida alla vigilanza bancaria Novembre 2014.

⁶ Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi (G.U. L 287 del 29.10.2013, p. 63).

⁷ Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio (GU L 173 del 12.6.2014, p. 190).

consiglio di vigilanza informato incaricato di preparare le decisioni in materia di vigilanza. “Il Consiglio di vigilanza ha, precisamente, la responsabilità della programmazione e dell'esecuzione dei compiti di vigilanza e, di fatto, nell'intenzione del legislatore dell'Unione, dovrebbe anche determinare il contenuto delle decisioni di vigilanza, salvo obiezioni del Consiglio direttivo motivate da ragioni di politica monetaria. È prevista la stretta collaborazione tra la BCE e le autorità competenti degli Stati membri partecipanti. Infatti, in qualità di autorità competente è necessario che la BCE sia soggetta ai relativi obblighi di cooperazione e di scambio di informazioni imposti dal diritto dell'Unione e partecipi pienamente nei collegi delle autorità di vigilanza. Tuttavia, l'assolvimento efficace dei compiti di vigilanza presuppone necessariamente l'attuazione piena e immediata delle decisioni in materia di vigilanza⁸. Anche per il MVU valgono le stesse norme di coordinamento della BCE con le altre istituzioni di supervisione europea. La BCE⁹ coopera strettamente con l'ABE, con l'AESFEM, e con il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) nonché con le altre autorità che fanno parte del SEVIF che garantiscono un livello adeguato di regolamentazione e di vigilanza nell'Unione. Ma quella che di certo rappresenta la peculiarità più importante sono i compiti attribuiti alla BCE che uniscono per la prima volta aspetti di vigilanza micro e macro prudenziali. La BCE¹⁰ può applicare, qualora lo si ritenga necessario requisiti più elevati in materia di riserve di capitale rispetto a quelli applicati dalle autorità nazionali competenti o dalle autorità nazionali designate dagli Stati membri partecipanti. Gli enti creditizi devono detenere un livello pertinente in conformità al diritto dell'Unione in aggiunta ai requisiti in materia di fondi propri “e” applicare misure più rigorose miranti ad affrontare i rischi sistemici o macroprudenziali al livello

⁸ Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi.

⁹ A norma dell'Articolo 3 del regolamento 1024/2013 sulla Cooperazione e compiti.

¹⁰ Infatti in base ad Articolo 5, Compiti e strumenti macroprudenziali del regolamento 1024/2013 comma 2.

degli enti creditizi. Inoltre, nello stesso articolo è fatto chiaro al comma (4) come la BCE cooperi strettamente con le autorità nazionali designate negli Stati membri interessati. Altre norme sono il rafforzamento della collaborazione fra la BCE e le Autorità nazionali, si basano sull'Articolo 5¹¹: Cooperazione con l'MVU. In base ad esso: la BCE assolve i suoi compiti nel quadro di un meccanismo di vigilanza unico composto dalla BCE e dalle autorità nazionali competenti. La BCE è responsabile del funzionamento efficace e coerente dell'MVU. Sia la BCE che le autorità nazionali competenti sono soggette al dovere di cooperazione in buona fede e all'obbligo di scambio di informazioni. Fatto salvo il potere della BCE di ricevere direttamente le informazioni comunicate su base continuativa dagli enti creditizi, o di accedervi direttamente, le autorità nazionali competenti forniscono in particolare alla BCE tutte le informazioni necessarie per l'assolvimento dei compiti

4. Il nuovo assetto macroprudenziale.

Nel paragrafo precedente si è accennato che sul fronte macroprudenziale l'attore principale è il Consiglio europeo per il rischio sistemico (CERS), che come vedremo svolge la sua attività in collaborazione con le altre autorità di vigilanza europee. Infatti, come si evince dall'art. 1 del Regolamento (UE) N. 1092/2010 relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico, nel comma (2), il CERS forma parte del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (il «SEVIF»), la cui funzione è quella di assicurare la vigilanza del sistema finanziario dell'Unione. Inoltre fanno parte del SEVIF: a) il CERS; b) l'Autorità bancaria europea, istituita con regolamento (UE) n. 1093/2010; c) l'Autorità europea per le assicurazioni e le pensioni aziendali e professionali, istituita con regolamento (UE) n. 1094/2010; d) l'Autorità europea dei mercati e valori mobiliari, istituita con regolamento (UE) n. 1095/2010; e) il comitato congiunto

¹¹ Articolo 5. Coinvolgimento dei membri del personale delle BCN degli Stati membri partecipanti

delle autorità europee di vigilanza (il «comitato congiunto»). Inoltre si specifica che secondo il principio di leale cooperazione, del trattato sull'Unione europea, le parti aderenti al SEVIF sono tenute a collaborare con fiducia e pieno rispetto reciproco, in particolare per assicurare che tra esse vi siano flussi di informazioni adeguate ed affidabili. Infine il legislatore europeo chiarisce immediatamente l'importanza della supervisione macroprudenziale¹² sostenendo che gli attuali "dispositivi dell'Unione attribuiscono troppo poca importanza alla vigilanza macroprudenziale". *"La responsabilità dell'analisi macroprudenziale continua ad essere frammentata ed esercitata da diverse autorità a differenti livelli e non esiste alcun meccanismo volto a garantire che i rischi macroprudenziali siano adeguatamente individuati e che le segnalazioni e le raccomandazioni siano emesse e formulate in maniera chiara, né che venga dato loro un seguito attraverso l'adozione di misure"*. Un funzionamento corretto dei sistemi finanziari nell'Unione richiede una maggiore coerenza tra vigilanza macro e microprudenziale per ridurre gli effetti avversi dei rischi.

Il comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) assume pertanto un ruolo fondamentale nell'analisi macroprudenziale e pertanto gli vengono conferite le seguenti funzioni. Le finalità, obiettivi e compiti del CERS sono di essere responsabile della vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario in seno all'Unione al fine di contribuire a prevenire o attenuare i rischi sistemici alla stabilità finanziaria nell'Unione che derivano da sviluppi interni al sistema finanziario, tenendo conto degli andamenti macroeconomici, in modo da evitare periodi di turbolenze finanziarie diffuse. Esso contribuisce al corretto funzionamento del mercato interno garantendo in tal modo che il settore finanziario contribuisca in maniera duratura alla crescita economica. Inoltre, visto il ruolo di monitoraggio dei rischi sistemici il CERS ha anche obbligo di informare il Consiglio nelle occasioni in cui il CERS individui un rischio che potrebbe seriamente compromettere il regolare funzionamento e l'integrità dei

¹² Considerando (11) del Regolamento (UE) n. 1092/2010.

mercati finanziari e la stabilità dell'intero sistema finanziario o di parte di esso nell'Unione. Infatti, qualora il CERS ritenga che possa insorgere una situazione di emergenza, è necessario che contatti il Consiglio fornendo una valutazione della situazione.

Il CERS è composto da un consiglio generale, un comitato direttivo, un segretariato, un comitato scientifico consultivo e un comitato tecnico consultivo. Il consiglio generale adotta le decisioni necessarie a garantire l'assolvimento dei compiti affidati al CERS. Il comitato direttivo assiste il CERS nel processo decisionale preparando le riunioni del consiglio generale, esaminando i documenti da discutere e sorvegliando l'andamento dei lavori in corso in seno al CERS. Il segretariato è responsabile della gestione corrente del CERS. Il segretariato, sotto la direzione del presidente e del comitato direttivo, fornisce al CERS assistenza analitica, statistica, amministrativa e logistica di elevata qualità. Esso ricorre altresì alla consulenza tecnica delle AEV, delle banche centrali nazionali e delle autorità nazionali di vigilanza.

Il comitato scientifico consultivo e il comitato tecnico consultivo forniscono consulenza e assistenza al CERS su questioni rilevanti per l'attività di quest'ultimo. Il CERS è presieduto dal presidente della BCE per un periodo di cinque anni dall'entrata in vigore del presente regolamento. È fatto chiaro al CERS di collaborare strettamente con tutte le altre parti del SEVIF. Ove opportuno, fornire alle AEV (Comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza) le informazioni sui rischi sistemici necessarie per lo svolgimento dei loro compiti; e, in particolare, in collaborazione con le AEV, sviluppare un insieme comune di indicatori quantitativi e qualitativi («quadro operativo dei rischi») al fine di individuare e misurare il rischio sistemico. In aggiunta, per la Raccolta e scambio di informazioni, il CERS fornisce alle AEV le informazioni sui rischi necessarie per lo svolgimento dei loro compiti. Inoltre per, le AEV, il Sistema europeo di banche centrali (SEBC), la Commissione, le autorità nazionali di vigilanza e le autorità statistiche nazionali collaborano strettamente con il CERS

e, in conformità con la legislazione dell'Unione, gli forniscono tutte le informazioni necessarie per lo svolgimento dei suoi compiti

In conclusione, gli atti costitutivi del CERS e del SEVIF si basano oramai su una solida collaborazione di vigilanza micro e macro che sarà oggetto di ulteriore analisi nel prossimo paragrafo.

5. Definizione di intermediazione finanziaria non bancaria (*shadow banking*).

Al Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB) è stato richiesto dal G20 di formulare un piano di monitoraggio e suggerimenti per ridurre i rischi del sistema bancario ombra. L'esigenza pressante di recuperare il gap regolamentativo dell'intermediazione finanziaria non-bancaria e di estendere la vigilanza a tutte le entità e i mercati finanziari di importanza sistemica, ha visto il legislatore coprire e modificare aree ancora non esplorate per la stabilità finanziaria.

Per definire il sistema di banca ombra, si può fare uso di un approccio basato su un criterio di classificazione delle attività ed un altro approccio basato su una classificazione per entità.

Usando un approccio basato sul criterio delle attività, l'FSB definisce sistema bancario ombra come intermediazione creditizia che coinvolge gli enti e le attività totalmente o parzialmente al di fuori del sistema bancario regolare. In particolare, la definizione fa riferimento alle attività che comportano tre fattori chiave di rischio: intermediazione creditizia al di fuori del perimetro regolamentare, trasformazione delle scadenze e leva finanziaria. In sostanza, per l'FSB ciò che crea preoccupazioni è il rischio sistemico che si può generare per la trasformazione delle scadenze e della liquidità, l'imperfetto trasferimento del rischio di credito e l'arbitraggio regolamentare. Le attività del sistema bancario ombra, come ad esempio la cartolarizzazione, il prestito di titoli e le operazioni di vendita con patto di riacquisto, costituiscono comunque un'importante fonte di finanziamento per le entità finanziarie.

Accanto al criterio per attività, si può classificare il sistema di banca ombra, focalizzandosi sulle entità e segmenti del settore finanziario che rientrano nella definizione dello FSB. Il sistema bancario ombra include pertanto le entità che: 1) raccolgono finanziamenti con caratteristiche analoghe ai depositi; 2) realizzano la trasformazione delle scadenze e/o della liquidità; 3) consentono il trasferimento del rischio di credito; 4) usano, direttamente o indirettamente, la leva finanziaria¹³. In particolare sono visti portatori di rischio: società di partecipazione finanziaria, una serie di fondi di investimento (compresi i fondi comuni monetari, gli *exchange-traded fund* noti con la sigla ETF¹⁴ e gli *hedge funds*, ecc.); società finanziarie mobiliari *broker-dealer* e dei fornitori di assicurazione del credito/garanti finanziari. Fra tali possibili entità e attività si annoverano anche¹⁵: i fondi speculativi; le imprese finanziarie e di titoli che, seppur non regolamentate al pari delle banche, forniscono crediti o garanzie su crediti o procedono alla trasformazione delle scadenze e/o della liquidità; le imprese di assicurazione e riassicurazione che emettono o garantiscono prodotti creditizi; le cartolarizzazioni e le operazioni su prestiti di titoli e pronti contro termine.

¹³ Può trattarsi di entità *ad hoc*, quali veicoli o *conduits* di cartolarizzazione, fondi comuni monetari, fondi d'investimento che concedono crediti o utilizzano la leva finanziaria, come alcuni fondi speculativi o fondi di *private equity* ed entità finanziarie che concedono crediti o garanzie su crediti e che non sono regolamentate come le banche, o talune imprese di assicurazione o di riassicurazione che emettono o garantiscono prodotti creditizi.

¹⁴ Gli ETF sono strumenti finanziari a gestione passiva. Essi replicano, cioè, un *benchmark*: quando uno dei componenti del *benchmark* viene sostituito, anche la corrispondente attività finanziaria all'interno del fondo viene sostituita, senza porsi problemi di maggior o minor convenienza. Quindi chi investe attraverso un ETF non si dovrà preoccupare del ribilanciamento poiché l'ETF si uniformerà automaticamente alle componenti e ai pesi dell'indice di riferimento.

Differentemente dai fondi comuni, che valorizzano solitamente a fine giornata, gli ETF vengono scambiati in borsa in negoziazione continua, proprio come avviene per le azioni e di conseguenza il loro valore varia continuamente nell'ambito della stessa giornata di contrattazioni. Riportare continuamente la quota del fondo al livello di quella dell'indice (il quale sta contemporaneamente variando la propria quotazione) è lavoro della società di gestione stessa, che comprerà o venderà le proprie quote dell'ETF in ragione dello scostamento dall'indice, che non deve in genere superare il 2%.

¹⁵ Commissione Europea IP/12/253 del 19/03/2012 – comunicato stampa. *Sistema bancario ombra: intervenire per scongiurare nuove fonti di rischio nel settore finanziario* http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-253_it.htm.

Anche la Commissione europea¹⁶ ha fatto uso di una definizione simile a quella proposta dallo FSB, ed in genere, la definizione ha riscosso l'approvazione di quanti hanno contribuito all' acceso dibattito.

Nei più recenti sviluppi, il *Financial Stability Board* (FSB)¹⁷ fa riferimento ad un concetto di *narrow*¹⁸ *shadow banking* (sistema di banca ombra ristretto). Di fatto, restringendo il perimetro del sistema bancario ombra, si consente di filtrare le attività finanziarie considerate molto rischiose, e pertanto posso essere escluse quelle in qualche modo soggette a qualche forma di supervisione e regolamentazione, così come segue: i) auto-cartolarizzazione¹⁹, ii) enti e fondi non coinvolti in intermediazione creditizia, iii) entità ed istituzioni finanziarie consolidate in un gruppo bancario.

Nell'ottobre 2018, l'FSB ha annunciato che avrebbe sostituito il termine "sistema bancario ombra" con il termine "intermediazione finanziaria non bancaria". La modifica della terminologia ha lo scopo di enfatizzare il lavoro dell'FSB per migliorare la resilienza dell'intermediazione finanziaria non bancaria. Obiettivo FSB: garantire che l'intermediazione finanziaria non bancaria sia soggetta a supervisione e regolamentazione adeguate per affrontare i rischi simili alla banca che emergono al di fuori del normale sistema bancario

In conclusione, anche se ancora molto controversa, la definizione più o meno accettata è quella dello FSB. Il dibattito sulla definizione ha infatti non poche implicazioni di *policy* e di regolamentazione visto che su di essa si misura

¹⁶ Definizione proposta nel libro verde: comunicato stampa European Commission - IP/12/253 del 19/03/2012. *Sistema bancario ombra: intervenire per scongiurare nuove fonti di rischio nel settore finanziario* http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-253_it.htm.

¹⁷ In analogia direzione si sta indirizzando la ricerca del gruppo di esperti dello stesso Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS).

¹⁸ Vedi *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*. Basilea. FSB Novembre 2013 http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131114.pdf.

¹⁹ Auto-cartolarizzazione o 'retained', è la cartolarizzazione che non viene offerta sul mercato ma tenuta in bilancio dalla banca per rafforzare ulteriormente, in caso, la propria posizione di liquidità.

il perimetro regolamentativo e la rischiosità del sistema di intermediazione finanziaria non bancaria.

6. Gli intermediari e la loro regolamentazione: un focus alle imprese di investimento.

Le imprese di investimento (società finanziarie mobiliari *broker-dealer*), annoverate come entità *shadow banking*, svolgono un ruolo importante nel facilitare i risparmi e i flussi di investimento in tutta l'Unione Europea. Offrono una gamma di servizi agli investitori in termini di accesso ai mercati dei titoli e dei derivati. I loro servizi riguardano strumenti finanziari, che a differenza dei depositi bancari non sono rimborsati al valore nominale, ma i cui valori oscillano in base ai movimenti del mercato.

Fino ad ora il regime prudenziale a cui tutte le imprese di investimento sono state soggette, sono le stesse norme dell'UE applicate agli enti creditizi e cioè nello specifico il regolamento sui requisiti patrimoniali e la direttiva sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento (CRR²⁰/CRD IV²¹). Entrambe stabiliscono l'ammontare di capitale, di liquidità e altri requisiti di gestione del rischio che gli enti creditizi ed anche le imprese di investimento devono rispettare. In aggiunta al citato quadro prudenziale per le imprese di investimento nella CRR/CRD IV, la normativa opera in collegamento con la MiFID. La direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II) stabilisce di fatto le condizioni per l'autorizzazione delle imprese di investimento. Determina inoltre, come dovrebbero comportarsi

²⁰ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32013R0575>.

Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 Testo rilevante ai fini del SEE.

²¹ Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE Testo rilevante ai fini del SEE.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32013L0036>.

le imprese di investimento sui mercati finanziari quando forniscono i loro servizi (ad esempio in termini di conduzione degli affari). Conseguentemente, anche gli istituti di credito sono soggetti ad alcune disposizioni MiFID quando questi ultimi forniscono ed esercitano attività tipiche delle imprese di investimento.

A differenza degli istituti di credito, le imprese di investimento non accettano depositi, né forniscono prestiti su scala significativa. Per questo motivo, le imprese di investimento hanno minore esposizione al rischio di credito e al rischio di liquidità dei depositanti, che potrebbero ritirare il proprio denaro con breve preavviso. Piuttosto, i rischi che le imprese di investimento fronteggiano possono essere maggiormente correlati a potenziali perdite inattese per i loro clienti e per le variazioni dei valori di mercato in cui operano. Diversi tipi di imprese di investimento hanno diversa rischiosità, c'è da chiedersi se un unico regime prudenziale, così come attualmente esistente, sia di fatto il sistema regolamentare più efficiente. Abbiamo già detto che il quadro prudenziale attualmente vigente per le imprese di investimento si basa in gran parte sullo schema dei rischi affrontati dagli istituti di credito. Ciò significa che i requisiti di capitale per gli istituti di credito ed anche per le imprese di investimento sono ampiamente calibrati per garantire un regolare svolgimento delle funzioni di prestito e deposito. Ma di fatto i *buffer* di capitale e di liquidità così come previsti dalla CRR/CRD IV, potrebbero essere sproporzionati per la maggior parte delle società di investimento a bassa rilevanza sistemica e potrebbero soprattutto rappresentare costi alti per la loro implementazione nelle società di investimento. Di conseguenza è probabile che i costi di conformità e di attuazione previsti dalla CRR/CRD IV per le imprese di investimento superino i loro benefici prudenziali, dato anche il limitato rischio per la stabilità finanziaria per la maggior parte delle società di investimento a bassa rilevanza sistemica²².

²² A tutto ciò si aggiunge un ulteriore problema di rilevanza determinante per la supervisione delle imprese di investimento a causa della *Brexit*. Infatti, potrebbe accadere che le grandi aziende di investimento a rilevanza sistemica possano decidere di trasferire parte delle loro attività nella UE. Queste imprese dovrebbero rimanere soggette al regime della CRR/CRD IV, in accordo con il quanto normative descritto sopra. Ma ciò che costituisce la novità di questa

In conclusione, le attuali norme esistenti raggiungono solo parzialmente i loro obiettivi in termini di (i) assicurazione di capitale sufficiente per i rischi della maggior parte delle imprese di investimento; (ii) garantire parità di condizioni in tutta l'UE. Pertanto, un nuovo regime prudenziale diviene di fatto auspicabile. Al fine di ovviare alle inefficienze di cui sopra, la nuova riforma della Commissione propone che siano previste tre categorie principali di imprese di investimento²³. Ecco di qui di seguito la proposta.

Una prima categoria consiste in imprese di investimento di *Classe 1*, imprese di investimento con rischio sistemico. Sono imprese di investimento, con un totale attivo superiore a 30 miliardi di euro e che forniscono servizi di sottoscrizione e negoziazione per conto proprio. Le imprese di investimento con rischio sistemico costituiscono??? e resterebbero nell'ambito del CRR/CRD IV. Una seconda categoria, imprese di investimento di *Classe 2* sono (in base all'art. 12 della proposta) quelle con un patrimonio gestito superiore a € 1,2 miliardi o che abbiano ordini dei clienti gestiti per almeno € 100 milioni al giorno per operazioni in contanti e/o almeno € 1 miliardo/giorno per i derivati; o un totale di bilancio superiore a 100 milioni di euro. Queste imprese di *Classe 2* sono tenute a calcolare i loro requisiti patrimoniali in relazione ai nuovi fattori di rischio²⁴. Le imprese di *Classe 3* sono quelle che non svolgono le suddette attività e che sono al di sotto di tutte le soglie sopra indicate. Le imprese di

proposta è che essendo le grandi imprese di investimento entità sistemiche, la loro autorizzazione e vigilanza prudenziale sarebbero effettuate dalla Banca Centrale Europea, così come è attualmente il caso per gli istituti di credito significativi nell'Unione bancaria.

²³ Vedi http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-5304_it.htm. Commissione Europea Unione dei mercati dei capitali: norme più proporzionate e sensibili al rischio per imprese di investimento più forti.

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171220-investment-firms-review-staff-working-document_en.pdf. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT *Review of the prudential framework for investment firms*.

²⁴ Vedi http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-5304_it.htm. Commissione Europea Unione dei mercati dei capitali: norme più proporzionate e sensibili al rischio per imprese di investimento più forti.

Classe 3 non sono tenute a soddisfare un requisito patrimoniale stabilito in relazione ai fattori di rischio.

Inoltre, in base alla nuova proposta della Commissione europea, le autorità competenti possono esonerare un'impresa di investimento dall'applicazione del nuovo regolamento qualora si verificano le seguenti condizioni: a) l'impresa di investimento è una controllata ed è inclusa nella vigilanza su base consolidata di un ente creditizio, di una società di partecipazione finanziaria o una società di partecipazione finanziaria mista, conformemente alle disposizioni della CRR; b) sia l'impresa di investimento che la sua impresa madre sono soggette ad autorizzazione e vigilanza da parte dello stesso Stato membro; c) le autorità competenti per la vigilanza su base consolidata conformemente al regolamento (UE) n. 575/2013 accettano tale esenzione; d) i fondi propri sono distribuiti adeguatamente tra l'impresa madre e l'impresa di investimento.

Quella che forse rappresenta l'innovazione più importante di questa proposta legislativa giace nella definizione di "ente creditizio" così come prevista nella CRR/CRD IV. Questa ultima potrebbe essere modificata per includere anche le imprese di investimento sistemiche date dalla rilevante dimensione dei servizi di investimento. In particolare, la proposta modifica la definizione di un ente creditizio nel CRR includendo le seguenti imprese di investimento le cui attività comprendono la negoziazione per conto proprio in strumenti finanziari, o la sottoscrizione o la collocazione di strumenti finanziari su una base di impegni fissi, dove il valore totale delle attività dell'impresa supera i 30 miliardi di euro.

Il cambiamento della definizione di ente creditizio comporterà ovviamente anche modifiche ad altri atti legislativi dell'UE che fanno riferimento alla definizione di "ente creditizio" nella CRR/CRD IV, come ad esempio la direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi²⁵ e la direttiva sul risanamento e la

²⁵ Direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi Testo rilevante ai fini del SEE. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32014L0049>.

risoluzione delle banche²⁶. In aggiunta, in base al regolamento SSM²⁷, le imprese di investimento sistemiche non solo rimarrebbero soggette alla CRR/CRD IV, ma sarebbero inoltre soggette alla vigilanza prudenziale assicurata dal meccanismo di vigilanza unico (MVU) nella misura in cui le imprese di investimento sistemiche sono stabilite negli Stati membri che partecipano all'Unione bancaria. La BCE nella sua capacità di vigilanza (il *Single Supervisory Mechanism*) supervisionerebbe tali società di investimento sistemico nell'Unione bancaria.

7. Il quadro di *policy* di riferimento.

La proposta per la revisione delle norme prudenziali applicabili alle imprese di investimento fa parte delle iniziative della Commissione volte a garantire un mercato unico forte ed equo con un sistema finanziario ben funzionante e stabile ed un'unione dei mercati dei capitali che mobiliti gli investimenti e promuova la crescita e l'occupazione e per completare l'unione dei mercati dei capitali (CMU)²⁸. La CMU (l'Unione dei mercati dei capitali) mira a rafforzare il sistema finanziario europeo fornendo fonti alternative di finanziamento e maggiori opportunità per i consumatori e gli investitori istituzionali. Il programma per la revisione intermedia della CMU²⁹ stabilisce nove nuove azioni prioritarie. Al terzo punto di tale programma è previsto il riesame del trattamento prudenziale delle imprese di investimento.

Inoltre, la proposta della Commissione europea sulle imprese di investimento fa parte anche del programma per integrare la revisione in corso

²⁶ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0059&from=EN>.

²⁷ Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:32013R1024>.

²⁸ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1529_en.htm Completing the Capital Markets Union: Building on the first round of achievements. Bruxelles, 8 giugno 2017.

²⁹ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1529_en.htm Completing the Capital Markets Union: Building on the first round of achievements. Bruxelles, 8 giugno 2017 al punto 3.

del regime CRR/CRD IV per gli enti creditizi a seguito delle proposte di modifica adottate dalla Commissione³⁰. Fa anche parte del progetto della Commissione europea sul completamento dell'Unione bancaria³¹. In sostanza, il motivo di fondo di voler porre a vigilanza unica le imprese di investimento giace nel fatto che i gruppi bancari hanno strutture sempre più complesse, che operano attraverso entità che sfuggono alla vigilanza bancaria. In particolare, le grandi imprese di investimento svolgono attività di *investment banking* simili a quelle degli istituti di credito, e pertanto appare opportuno che siano soggette alla stessa supervisione. La BCE nella sua capacità di vigilanza (il *Single Supervisory Mechanism*) supervisionerebbe tali società di investimento sistemico nell'Unione bancaria. La proposta infine è anche coerente con la MiFID e la MiFID II, poiché stabilisce requisiti prudenziali che sono adattati al *business* e ai rischi delle imprese di investimento.

8. Conclusioni.

Il processo di riforme istituzionali e legislative relativo alla regolamentazione del sistema finanziario e la relazione fra aspetti micro e macroprudenziali sono in continua evoluzione e fermento, come si evince dal presente lavoro. La regolamentazione e le istituzioni di controllo sono aumentate dopo la crisi finanziaria. La BCE ha assunto funzioni aggiuntive alla politica monetaria: vigilanza bancaria. Inoltre vanno considerati gli obiettivi di politica macroprudenziale del ESRB: con il monitoraggio sei rischi del settore bancario e non bancario

Più che porre l'accento sul dibattito legislativo, in questa sede si è cercato di focalizzare l'attenzione sulla relazione tra i diversi recenti sviluppi

³⁰ <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2016/IT/COM-2016-855-F1-IT-MAIN.PDF> Invito a presentare contributi sul quadro di regolamentazione dell'UE in materia di servizi finanziari. Commissione europea 23 novembre 2016.

³¹ <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/IT/COM-2017-592-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF> Commissione europea sul completamento dell'Unione bancaria. Bruxelles, 11.10.2017.

regolamentativi, cercando di analizzare le potenziali implicazioni per il *banking* e *shadow banking*. Abbiamo anche detto che nessuna riforma debba essere considerata singolarmente, in quanto nessuna da sola può raggiungere gli obiettivi di stabilità finanziaria che la Commissione si è posta. Le iniziative comunitarie e gli ulteriori sforzi per comprendere gli effetti della regolamentazione nel suo insieme sono, a parere di chi scrive, fortemente incoraggiati per risolvere il problema di instabilità finanziaria. Inoltre, la misurazione del sistema bancario ombra è una nuova sfida anche per i collegamenti di rischio con gli enti creditizi. Ulteriori analisi e lavori su particolari settori di "altri intermediari finanziari" divengono pertanto necessari.