



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II  
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

# **INNOVAZIONE E DIRITTO**

# ISTITUZIONI E INIZIATIVE GIURIDICHE SUL “SISTEMA BANCARIO OMBRA” IN UNA PROSPETTIVA EUROPEA. ALCUNE CONSIDERAZIONI

di Anna Maria Agresti

## ABSTRACT

*The shadow banking system is a booming business, so far on the edge of regulation and prudential supervision. On the one hand it allows to expand the supply of credit to the economy, on the other hand it is an important factor of risks' contagious to financial stability, amplifying the effects of financial shocks.*

*The key issues are the increase of transparency and the information availability. In fact, in order to control the risks arising from the shadow banking, it was deemed necessary strengthened prudential rules and information for banks in their dealings with financial entities not regulated. Ensuring transparency and information of these operations, therefore, it makes possible to clearly define the role of these entities and to identify the main sources of risk and vulnerability.*

*Since the publication of the European Commission Green Paper on shadow banking in March 2012, it is currently undergoing a gradual process of deeper analysis of some economic, legal and institutional functions, in order to monitor the impact of the shadow banking system in the EU and its Member States.*

*The overall objective of this work is to examine the major international initiatives, particularly those undertaken in Europe and the new legislation to regulate entities and activities of shadow banking.*

*In particular, a central role in the enhancement of transparency in the EU, is played by the proposed new regulation on money market funds, the structural reform of the banking sector and the proposal on the transparency of securities financing transactions.*

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. Definizione di *shadow banking* – 3. Le iniziative europee: istituzioni – 4. Il Libro verde ed il piano di settembre della Commissione europea – 5. Le più recenti iniziative: in particolare, i fondi monetari – 6. Nuovi sviluppi: riforma strutturale del settore bancario e Proposta sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli – 6.1. Riforma strutturale del settore bancario dell'U.E. – 6.2 Proposta sulla segnalazione e la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli (STFS) – 7. Conclusioni

## 1. Introduzione

Il sorgere e lo sviluppo della crisi nei mercati finanziari internazionali hanno posto non poche sfide alla comunità internazionale di giuristi ed economisti per analizzarne le cause ed elaborare le opportune scelte politiche volte alla salvaguardia della stabilità finanziaria delle istituzioni bancarie e finanziarie in genere. Per assicurare la stabilità finanziaria, le differenti istituzioni internazionali e nazionali ed i relativi sistemi legislativi hanno dovuto far fronte ad un sistema finanziario caratterizzato da una sempre maggiore complessità, da grandi banche tra loro sempre più interconnesse, da un notevole sviluppo di nuovi prodotti finanziari sempre più sofisticati e da una intermediazione non bancaria in continua evoluzione.

Il cosiddetto “sistema bancario ombra”<sup>1</sup>, che rappresenta un settore in espansione rimasto finora ai margini della regolamentazione e della vigilanza prudenziale, costituisce un fattore importante di rischio di contagio, che potrebbe essere arginato, in particolare, mediante l’inasprimento delle regole prudenziali applicate alle banche nei loro rapporti con entità finanziarie non regolamentate. Anche se all’interno del sistema finanziario, il sistema bancario ombra svolge, in una certa misura, funzioni importanti, ad esempio creando ulteriori fonti di finanziamento e offrendo agli investitori alternative ai depositi bancari, esso però può anche rappresentare una potenziale minaccia per la stabilità finanziaria di lungo periodo, a causa sia dell’accumulazione di fonti ignote di rischio nel settore finanziario sia delle sue potenziali ricadute sul normale sistema bancario.

A seguito delle crisi finanziarie nate in questo complesso panorama finanziario, i leader internazionali del G20 hanno individuato come una delle priorità della loro agenda di politica internazionale quella di esaminare il sistema bancario ombra, con l’obiettivo di individuare i principali rischi e di formulare raccomandazioni ad esso adeguati. In questo contesto, al Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB)<sup>2</sup> è stato richiesto dal G20 di

---

<sup>1</sup> “Sistema bancario ombra” è la traduzione di *shadow banking*. In pratica, si suole fare riferimento con esso al sistema di intermediazione non-bancaria caratterizzato da un elevato livello di interconnessione tra il sistema bancario ombra e il restante settore finanziario. I due termini verranno usati nel presente lavoro con lo stesso significato.

<sup>2</sup> Il *Financial Stability Board* (FSB), che origina dalla trasformazione nel 2008 del precedente *Financial Stability Forum* costituito nel 1999, riunisce rappresentanti dei governi, banche centrali e autorità nazionali di vigilanza, di istituzioni finanziarie internazionali, di associazioni internazionali di autorità di regolamentazione e supervisione e di comitati di esperti di banche centrali. *Financial Stability Board* promuove la stabilità finanziaria a livello internazionale, per migliorare il funzionamento dei mercati e ridurre il rischio sistemico attraverso la cooperazione internazionale tra le autorità di vigilanza. Per l’Italia partecipano il Governatore della Banca d’Italia e rappresentanti di alto livello del Ministero dell’Economia e delle Finanze e della Consob. Il mandato del FSB è: valutare le vulnerabilità del sistema finanziario; promuovere il coordinamento e lo scambio di informazioni tra le autorità competenti; monitorare e consigliare sugli sviluppi del mercato e le loro implicazioni per la politica di

formulare un piano di monitoraggio e suggerimenti per ridurre i rischi del sistema bancario ombra<sup>3</sup>.

L'obiettivo generale di questo lavoro è quello di esaminare le diverse iniziative internazionali, con una focalizzazione particolare su quelle europee, e come esse abbiano dato luogo a una moltitudine di strumenti legislativi per regolamentare lo *shadow banking*. Senza alcun obiettivo di presentare un'analisi esaustiva, questo contributo rappresenta solo una panoramica generale e cerca di evidenziare come all'odierna complessità del sistema finanziario, si sia cercato di dare riposta con un'altrettanta fitta e complessa struttura di strumenti legislativi, al fine di cogliere e regolamentare le diverse componenti 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. Oggetto di questo lavoro è pertanto quello di presentare le diverse istituzioni e le diverse iniziative relative allo *shadow banking*.

## 2. Definizione di *shadow banking*.

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 basato su una classificazione per entità.

Usando l'approccio basato sul criterio delle attività, l'FSB definisce "sistema bancario ombra" l'*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<sup>4</sup>. Le attività del sistema bancario ombra – come ad esempio la cartolarizzazione, il prestito di

---

regolamentazione; consigliare e monitorare le migliori pratiche di norme regolamentari; avviare revisioni strategiche e le linee guida e sostenere la creazione di collegi di vigilanza.

<sup>3</sup> È importante qui osservare, come le iniziative dei G-20 a livello globale, verranno immediatamente implementate anche in Europa sotto l'azione propulsiva della Unione Europea. Infatti, la Commissione è oramai da tempo coinvolta nei lavori al fine di stabilire le norme di regolamentazione dell'U.E. ed esaminare attentamente le misure vigenti per proporre un approccio per instaurare una vigilanza globale sul sistema bancario ombra associata ad un quadro regolamentare adeguato, in coordinamento con l'FSB ed altri organismi internazionali, europei e le autorità di vigilanza nazionali. Per una visione completa di tutte le attività sullo *shadow banking* nella Commissione Europea si veda: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/shadow-banking/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/shadow-banking/index_en.htm).

<sup>4</sup> Vedi sopra nota 2.

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 finanziaria<sup>5</sup>. In particolare, sono visti portatori di rischio: le società di partecipazione finanziaria, una serie di fondi di investimento (compresi i fondi comuni monetari, gli *exchange-traded fund* noti con la sigla ETF<sup>6</sup> 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 anche<sup>7</sup>: 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.

Anche la Commissione europea<sup>8</sup> 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'accesso dibattito. Alcuni osservatori avrebbero preferito una definizione più specifica, mentre altri hanno sottolineato l'importanza di una definizione ampia e flessibile, in grado di adattarsi ai cambiamenti del sistema. Molti non erano però soddisfatti della scelta del termine

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> 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%.

<sup>7</sup> 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](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-253_it.htm)).

<sup>8</sup> 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](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-253_it.htm)).

“*shadow*” (ombra) in quanto, a loro avviso, è negativamente connotato. Pur prendendo atto di queste riserve la Commissione utilizza il termine nella sua accezione neutra, senza alcuna connotazione. In questa fase è tuttavia molto difficile introdurre una terminologia alternativa, poiché si tratta ormai di un termine ben radicato nel dibattito internazionale<sup>9</sup>.

Anche altre istituzioni hanno cercato di chiarire ed elaborare una *definizione* (concetto) di *shadow banking*, come il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), l’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM) e la Banca Centrale Europea (BCE)<sup>10</sup>. Il Gruppo congiunto di esperti sul sistema bancario ombra che lavora anche su questo aspetto e di cui si parlerà in seguito, concorda con questa definizione.

Nei più recenti sviluppi, il *Financial Stability Board* (FSB)<sup>11</sup> fa riferimento ad un concetto di *narrow*<sup>12</sup> *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 possono essere escluse quelle in qualche modo soggette a forme di supervisione e regolamentazione, così come segue: *i*) auto-cartolarizzazione<sup>13</sup>; *ii*) enti e fondi non coinvolti in intermediazione creditizia; *iii*) entità ed istituzioni finanziarie consolidate in un gruppo 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 il perimetro regolamentativo e la rischiosità del sistema di banca ombra.

### 3. Le iniziative europee: istituzioni.

Dopo avere visto come la stessa definizione di *shadow banking* crea non poche difficoltà ed ha suscitato un acceso dibattito, la nostra attenzione è ora rivolta alle istituzioni europee internazionali per individuare le più importanti fonti normative, tenendo anche conto della recente architettura del complesso sistema di supervisione.

Come si è già accennato in precedenza, a seguito della crisi finanziaria, si è osservato un

<sup>9</sup> Vedi nota precedente.

<sup>10</sup> Nel paragrafo seguente si darà una spiegazione del ruolo svolto dalle diverse istituzioni e del loro ruolo all’interno dello *shadow banking*.

<sup>11</sup> In analogia direzione si sta indirizzando la ricerca del gruppo di esperti dello stesso Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS).

<sup>12</sup> Vedi *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*. Basilea. FSB Novembre 2013 [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_131114.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131114.pdf).

<sup>13</sup> 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.

massiccio intervento delle istituzioni internazionali, regionali europee e nazionali interessate a fronteggiare i *gap* regolamentativi. Ruolo fondamentale in questa direzione è stato svolto in Europa 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 stabilità. Allo stesso tempo, la Commissione ha anche iniziato ad investigare nuove norme sia per ridurre il rischio del settore bancario ombra, sia per evitare che il rischio del settore ombra possa spostarsi verso la sfera regolamentata.

Già nel 2009 la relazione de Larosière<sup>14</sup> raccomandava la creazione di un Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF)<sup>15</sup> strutturato come rete decentrata attraverso la creazione di un sistema composto di vigilanza microprudenziale e macroprudenziale, fatto di autorità di vigilanza europee e nazionali. Conseguentemente, il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) è stato strutturato come sistema decentrato plurilivello di autorità microprudenziali e macroprudenziali con lo scopo di assicurare una vigilanza coerente e uniforme all'interno dell'U.E. Oggi, il pilastro microprudenziale a livello europeo si compone dell'Autorità bancaria europea (ABE), dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM) e dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA), che cooperano in seno al Comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza (AEV). Con l'avvento dell'Unione bancaria tale sistema di vigilanza è ora sottoposto a importanti cambiamenti: la vigilanza macroprudenziale viene svolta dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS)<sup>16</sup>.

Visto il ruolo fondamentale del CERS nell'analisi dello *shadow banking*, conferitogli dalla Commissione europea, è importante qui vedere quali sono le sue funzioni. Il Comitato europeo per il rischio sistemico ha la finalità e la responsabilità della vigilanza

---

<sup>14</sup> Nel novembre del 2008 la Commissione ha incaricato un gruppo ad alto livello presieduto da Jacques de Larosière di rivolgerle raccomandazioni ai fini del rafforzamento delle disposizioni di vigilanza europee per proteggere meglio i cittadini e ripristinare la fiducia nel sistema finanziario. Essendo uno dei due principali mercati finanziari del mondo, l'UE ha inoltre la chiara responsabilità di promuovere la stabilità e la sicurezza finanziarie mondiali - un ruolo che essa non può svolgere senza un forte quadro di vigilanza e regolamentazione ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_it.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_it.pdf)).

<sup>15</sup> Fanno parte del SEVIF anche le competenti autorità nazionali di vigilanza dei vari Stati membri. Gli obiettivi del SEVIF includono lo sviluppo di una cultura di vigilanza comune e la promozione di un mercato finanziario unico europeo. I regolamenti istitutivi del SEVIF sono attualmente in corso di revisione. Nel quadro di una procedura di iniziativa legislativa l'11 marzo 2014 il Parlamento ha adottato una risoluzione sul riesame del SEVIF ([P7\\_TA\(2014\)0202](#)), che formula raccomandazioni dettagliate per la Commissione. L'assetto della vigilanza europea subirà inoltre cambiamenti per effetto dell'Unione bancaria.

<sup>16</sup> *Regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio*, del 24 novembre 2010, relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico ("regolamento istitutivo del CERS").

macroprudenziale del sistema finanziario nella U.E. oltre quella di prevenire o attenuare i rischi sistemici ed endogeni del sistema finanziario U.E.<sup>17</sup>. In particolare, nel Comitato europeo per il rischio sistemico è nato un gruppo di esperti per valutare la potenziale minaccia per la stabilità finanziaria che può sorgere in seno al sistema bancario ombra dovuto ad un uso non regolamentato o non controllato di intermediazione finanziaria. Il gruppo di esperti deve fornire un modello per essere in grado di monitorare i rischi in modo efficace e intervenire quando necessario al fine di aumentare la trasparenza del *sistema bancario ombra*. Per fare ciò è essenziale raccogliere dati dettagliati, attendibili e completi nel *settore ombra*: come quelli relativi ai fondi del mercato monetario, e in generale, fondi di investimento e pensionistici, cartolarizzazioni, assicurazioni, altri intermediari finanziari (*brokers*, società finanziarie, titoli derivati, imprese). Tutto ciò serve per monitorare gli impatti dal sistema bancario ombra nell'U.E. o nei suoi Stati membri per condurre un'analisi più approfondita di alcune funzioni economiche, nonché giuridiche e istituzionali.

Altra istituzione fondamentale per comprendere le iniziative internazionali sullo *shadow banking* è l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM)<sup>18</sup>, composta da un folto gruppo di esperti coinvolti nell'analisi di stabilità dei mercati finanziari. Gli obiettivi sono fissati da parte del Parlamento europeo e sono i seguenti: creare un *corpus* unico di norme; assicurare la convergenza della vigilanza in tutta l'U.E.; vigilare sulle agenzie di *rating* del credito; promuovere e rafforzare la tutela degli investitori e contribuire alla stabilità finanziaria dell'U.E. L'AESFEM ha completato con successo il suo terzo anno di attività in qualità di autorità indipendente di regolamentazione europea degli strumenti finanziari e dei mercati dell'U.E.

A questa breve rassegna delle istituzioni interessate alla banca ombra non deve mancare la Banca Centrale Europea, anche se compito principale della BCE è preservare il potere di acquisto della moneta unica e quindi assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi

---

<sup>17</sup> Riguardo ai compiti esse cercano di analizzare informazioni rilevanti e individuare i rischi sistemici e classificarli per priorità; in caso rischi di significativi, emettere segnalazioni pubbliche anche con raccomandazioni e di emettere una segnalazione riservata per il Consiglio e affinché possa adottare una decisione destinata alle autorità europee di vigilanza (AEV); agire in cooperazione con Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF); partecipare, ove appropriato, al Comitato congiunto delle AEV; svolgere compiti di coordinatore macroprudenziale delle organizzazioni finanziarie internazionali, in particolare dal Fondo monetario internazionale (FMI) (Financial Stability Board, FSB).

<sup>18</sup> Per le Linee guida e le raccomandazioni di cooperazione, compresa la delega, fra AESFEM, autorità competenti e autorità settoriali competenti ai sensi del regolamento (UE) n. 513/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 maggio 2011, recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito vedi: [http://www.esma.europa.eu/de/system/files/2011-188\\_it.pdf](http://www.esma.europa.eu/de/system/files/2011-188_it.pdf) e <http://www.esma.europa.eu/de/node/62516>.

nell'area dell'euro. La BCE ha recentemente acquisito sempre maggiori competenze per la stabilità finanziaria, rivestendo un ruolo fondamentale nel contesto del sistema finanziario e dell'economia in generale. Per tutelare il sistema bancario-finanziario e assicurarne la stabilità, è necessario individuare le principali fonti di rischio e vulnerabilità e la BCE<sup>19</sup> assumerà anche la responsabilità di compiti come il rilascio delle autorizzazioni bancarie, la conformità ai requisiti patrimoniali e in materia di leva finanziaria e liquidità, nonché la vigilanza sui conglomerati finanziari.

In sintesi, se da un lato G20 ed FSB hanno iniziato un vasto programma di interesse e sorveglianza sullo *shadow banking*, a livello europeo si è risposto anche in maniera altrettanto attiva, con l'utilizzo di istituzioni interessate alla stabilità del sistema e alla creazione di enti e gruppi di lavoro *ad hoc* per monitorare il rischio sistemico proveniente dalla banca ombra.

#### 4. Il Libro verde ed il piano di settembre della Commissione europea<sup>20</sup>

Il primo tentativo ufficiale della Commissione europea sull'analisi dello *shadow banking*<sup>21</sup> lo si ha con il *Libro verde*, che rappresenta la partecipazione attiva della Commissione agli attuali lavori dell'FSB.

Come sostenuto nel Libro verde della Commissione, molte delle questioni e problemi legati alla banca ombra, erano già state recepite nelle differenti proposte legislative che cercavano da tempo di affrontare il problema delle *attività bancarie ombra*. Ad esempio, le società veicolo fuori bilancio erano e sono disciplinate indirettamente dalla regolamentazione bancaria (CRD III), mentre l'attività dei gestori dei fondi speculativi è disciplinata

<sup>19</sup> I compiti della BCE e dell'Eurosistema in materia di stabilità finanziaria sono enunciati agli articoli 127, paragrafi 4 e 5, e 282, paragrafo 5, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, nonché agli articoli 3.3, 4 e 25.1 dello Statuto del SEBC. La sorveglianza rientra nel compito della BCE di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e di assicurare sistemi di pagamento e di compensazione efficienti e affidabili all'interno dell'Unione europea e nei rapporti con i paesi terzi (articolo 127, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e articoli 3.1 e 22 dello Statuto del SEBC). Nella zona euro saranno trasferiti al livello europeo specifici compiti di vigilanza. La BCE assumerà la responsabilità di compiti come il rilascio delle autorizzazioni bancarie, la conformità ai requisiti patrimoniali e in materia di leva finanziaria e liquidità, nonché la vigilanza sui conglomerati finanziari. Per i nuovi sviluppi Consultare *Council Regulation (EU) No 1024/2013 of 15 October 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions* e *Regulation (EU) No 1022/2013 of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 amending Regulation (EU) No 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority) as regards the conferral of specific tasks on the European Central Bank pursuant to Council Regulation (EU) No 1024/2013* ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/banking-union/single-supervisory-mechanism/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/banking-union/single-supervisory-mechanism/index_en.htm)).

<sup>20</sup> V. [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-13-812\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-812_it.htm).

<sup>21</sup> European Commission, Sistema bancario ombra: intervenire per scongiurare nuove fonti di rischio nel settore finanziario - IP/12/253 19/03/2012 [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-253\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-253_it.htm) e vedi anche [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/shadow/green-paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_en.pdf).

dalla direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, che tratta una serie di questioni inerenti al sistema bancario ombra. Inoltre, in alcuni Stati membri vigono a livello nazionale norme supplementari in tema di vigilanza delle entità e attività finanziarie non regolamentate dall'U.E..

I numerosi contributi ricevuti a seguito della pubblicazione del Libro verde<sup>22</sup> e la relazione d'iniziativa<sup>23</sup> del Parlamento europeo, che ha sostanzialmente arricchito il dibattito, evidenziano l'importanza che questo argomento riveste per il sistema finanziario, per il settore non finanziario e per le autorità pubbliche. La Commissione<sup>24</sup> ha pertanto proseguito una serie di altre iniziative per ottenere maggiore trasparenza e per arginare i rischi insiti nel sistema bancario ombra. Le autorità devono continuare a migliorare i loro strumenti statistici, come la granularità del flusso di dati fondi. La Commissione ha individuato quattro progetti che meritano un trattamento prioritario: 1) integrare le iniziative per la raccolta dei dati e lo scambio di dati; 2) sviluppare al pubblico centrali per i derivati nel quadro di EMIR e la revisione della MiFID; 3) attuare il *Legal Entity Identifier* (LEI) per monitorare tutti gli attori finanziari regolamentati o no e le loro operazioni su base transfrontaliera; 4) trasparenza delle operazioni di finanziamento garantite e stabilire un *repository* centrale per raccogliere dati dettagliati sulle operazioni pronti contro termine e altre operazioni di finanziamento garantiti nella U.E. (in tempo reale).

Come abbiamo sopra accennato, dopo la pubblicazione del Libro verde l'attività della commissione sullo *shadow banking* è diventata più intensa ed ora vediamo qualche maggior dettaglio su alcuni degli aspetti giuridici che appaiono più rilevanti.

Un aspetto rilevante è di certo la cartolarizzazione che è stata usata per operare uno spostamento significativo del rischio di credito fuori dal sistema bancario tradizionale (tipico rischio ombra), senza tutele adeguate. A questo riguardo si è già ricordato come, ancora prima delle iniziative specifiche sullo *shadow banking*, nella seconda direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD II), gli enti creditizi sono tenuti a verificare che l'ente cedente o l'ente promotore di un'operazione abbia un interesse economico equivalente ad almeno il 5% delle attività cartolarizzate. Obblighi analoghi sono previsti per le imprese di assicurazione (direttiva solvibilità II), per i gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva sui GEFIA) e per taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). La terza direttiva sui

<sup>22</sup> Cfr. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2012/shadow/replies-summary\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/shadow/replies-summary_en.pdf).

<sup>23</sup>

[http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?lang=en&reference=2012/2115\(INI\)](http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?lang=en&reference=2012/2115(INI)).

<sup>24</sup> IP/13/812 04/09/2013.

requisiti patrimoniali (CRD III) ha rafforzato i requisiti patrimoniali per i rischi associati alle operazioni di cartolarizzazione, in particolare quando sono coinvolti diversi livelli di cartolarizzazione, e ha inasprito i requisiti prudenziali per il sostegno fornito ai veicoli di cartolarizzazione.

In sostanza, sono state rafforzate le norme prudenziali di solvibilità applicate alle banche nei loro rapporti con entità finanziarie non regolamentate al fine di ridurre i rischi di contagio, attraverso il regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR) e la direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD IV), che si applicano a partire dal 1° gennaio 2014. Questa riforma dei meccanismi prudenziali obbligherà inoltre le banche a coprire con ulteriori fondi propri il rischio di controparte derivante da operazioni in taluni derivati OTC con controparti del sistema bancario ombra. La riforma prevede l'istituzione di un requisito patrimoniale supplementare per la copertura delle perdite potenziali derivanti dalle variazioni del valore di mercato dei derivati in caso di deterioramento della solvibilità della controparte in tali derivati, (aggiustamento del valore del credito o CVA). Diverse entità della banca ombra sono controparti di rilievo in queste operazioni su derivati<sup>25</sup>.

La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva sui GEFIA)<sup>26</sup> stabilisce requisiti armonizzati per i soggetti responsabili della gestione e dell'amministrazione di questo genere di fondi. A partire dal 22 luglio 2013 le norme vengono applicate a tutti i fondi speculativi, ai fondi di *private equity* e ai fondi immobiliari. Per ricevere l'autorizzazione, i gestori devono soddisfare i requisiti patrimoniali e in materia di gestione del rischio e della liquidità, nominare un depositario unico e rispettare le regole sulla trasparenza nei confronti degli investitori e delle autorità di vigilanza. Il ricorso alla leva finanziaria sarà sottoposto a controlli specifici. Le autorità nazionali, AESFEM, potrebbero imporre dei limiti al ricorso alla leva, qualora esso si rivelasse eccessivo in rapporto ai rischi per la stabilità del sistema finanziario.

In ultima analisi, l'obiettivo è garantire che il settore finanziario sia coperto dai potenziali rischi sistemici e che siano limitate le possibilità di arbitraggio regolamentare, allo scopo di rafforzare l'integrità del mercato e di accrescere la fiducia dei risparmiatori e dei consumatori.

---

<sup>25</sup> Alla nuova legislazione europea in materia di vigilanza prudenziale delle banche e delle SIM introdotta con il Regolamento (UE) n. 575/2013 e la Direttiva 2013/36/UE.

<sup>26</sup> Normativa: Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi (GU L 174 dell'1.7.2011, p. 1) e decreto legislativo: Attuazione della direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i Regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.

Inoltre, il Regolamento sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni (EMIR) prescrive: la compensazione a livello centralizzato di tutti i contratti derivati standardizzati, nonché la reintegrazione del margine per i contratti non standardizzati. Garantire la trasparenza di queste operazioni renderà anche possibile definire chiaramente il ruolo delle entità del sistema bancario ombra. Si possono individuare così le entità del sistema bancario ombra, come i fondi speculativi, che comportano notevoli rischi. Inoltre, il regolamento sulle vendite allo scoperto ha posto rimedio ad alcuni di questi aspetti problematici, rendendo più trasparenti le posizioni in *credit default swap* (CDS) e vietando i *credit default swap* scoperti su emittenti sovrani.

### **5. Le più recenti iniziative: in particolare, i fondi monetari**

Per completare il quadro delle attività svolte dalla Commissione europea, vanno considerati ulteriori aspetti ed iniziative introdotte nella già menzionata comunicazione di settembre sul sistema bancario ombra. In particolare, gioca un ruolo fondamentale la proposta di nuovo regolamento sui fondi comuni monetari (FCM), volta ad assicurare e rafforzare il profilo di liquidità e la stabilità di questi ultimi.

Gli FCM rappresentano uno strumento conveniente per gli investitori, avendo essi caratteristiche analoghe ai depositi bancari: accesso istantaneo alla liquidità e valore stabile. Sono fondi di investimento classici e non sono esenti dai rischi inerenti agli investimenti. Quando i prezzi delle attività in cui sono investiti cominciano a scendere, non sempre gli FCM sono in grado di rimborso immediato. L'inconveniente è che gli investitori chiedono il rimborso non appena avvertono il rischio che l'FCM potrebbe non onorare le promesse di liquidità e il valore stabile, il che potrebbe determinare una sorta di "corsa" al riscatto. Durante la crisi alcuni fondi hanno dovuto sospendere i rimborsi o applicare altre restrizioni in quanto la loro liquidità era insufficiente a soddisfare tutte le richieste. Le nuove regole proposte riguardano i fondi comuni monetari domiciliati o venduti in Europa e mirano a migliorare una riserva patrimoniale prestabilita, da attivare a sostegno della stabilità dei rimborsi nei momenti in cui il valore delle attività d'investimento dell'FCM diminuisce

Di fatto i fondi comuni monetari sono un'importante fonte di finanziamenti a breve termine per gli enti finanziari, le società e le amministrazioni pubbliche, basti considerare che detengono in Europa circa il 22% dei titoli di debito a breve termine emessi da amministrazioni o società e il 38% di quelli emessi dal settore bancario. Data

l'interconnessione sistemica che lega gli FCM con il settore bancario e la finanza societaria e pubblica, il loro funzionamento ha costituito il fulcro delle iniziative internazionali sul sistema bancario ombra.

Gestione della liquidità – La proposta impone agli FCM di detenere tra le attività in portafoglio almeno un 10% a scadenza giornaliera e un altro 20% a scadenza settimanale, in modo da poter essere in grado di rimborsare gli investitori che intendono riscattare la loro quota con un preavviso breve. Per evitare che un dato emittente rappresenti una percentuale eccessiva nel valore patrimoniale netto (NAV) di un FCM, l'esposizione nei confronti di un unico emittente è limitata al 5% del portafoglio dell'FCM (in valore) e al 10% per gli FCM standard.

Stabilità – In considerazione della propensione degli FCM a NAV costante a chiedere il sostegno del promotore per stabilizzare i rimborsi al valore nominale, le nuove regole impongono ai fondi di tale tipo di costituire una riserva patrimoniale prestabilita, da attivare a sostegno della stabilità dei rimborsi nei momenti in cui il cui il valore delle attività d'investimento dell'FCM diminuisce.

## **6. Nuovi sviluppi: riforma strutturale del settore bancario e Proposta sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli**

Questo paragrafo si interessa delle più recenti comunicazioni e proposte della Commissione europea. Entrambe le proposte di regolamento che qui si presentano sono frutto anche di precedenti lavori di gruppi di studiosi e sono in linea anche con i più recenti lavori dello FSB.

### **6.1. Riforma strutturale del settore bancario dell'U.E.<sup>27</sup>.**

A seguito dell'istituzione nel novembre 2011 di un gruppo di esperti di alto livello (HLEG), sotto la presidenza di Erkki Liikanen, governatore della Banca di Finlandia, con il mandato di valutare la necessità di una riforma strutturale del settore bancario dell'U.E., la Commissione europea ha dato luogo alla proposta di separazione delle banche e al tramonto dell'*universal banking*. Il gruppo di lavoro aveva raccomandato la separazione di talune attività di negoziazione ad alto rischio per le banche le cui attività di negoziazione superavano determinate soglie. Le nuove norme conferirebbero altresì alle autorità di vigilanza il potere

---

<sup>27</sup> Commissione europea, Comunicato stampa Bruxelles, 29 gennaio 2014 *Riforma strutturale del settore bancario dell'UE*: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-14-85\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-85_it.htm).

d'imporre a tali banche di separare alcune attività di negoziazione potenzialmente rischiose dalla funzione di raccolta di depositi, se l'esercizio di tali attività compromette la stabilità finanziaria. Contestualmente a questa proposta, la Commissione ha adottato delle misure di accompagnamento volte ad accrescere la trasparenza di alcune operazioni nel sistema bancario ombra.

Nell'elaborare le proposte, la Commissione ha tenuto conto della preziosa relazione del gruppo di alto livello presieduto dal governatore della Banca di Finlandia Erkki Liikanen)<sup>28</sup>, delle norme nazionali vigenti in alcuni Stati membri, della riflessione in materia in corso a livello mondiale (principi del Consiglio per la stabilità finanziaria) e degli sviluppi in altre giurisdizioni di fatto.

La proposta sulla riforma strutturale delle banche dell'U.E. si applicherà soltanto alle banche dell'UE più grandi e più complesse che svolgono attività di negoziazione significative, prevedendo: 1. il divieto di negoziazione per conto proprio in strumenti finanziari e in merci, ossia la negoziazione per conto proprio al solo scopo di ottenere un utile per la banca, attività che comporta molti rischi, ma nessun beneficio tangibile per i clienti della banca o per l'economia in genere; 2. il potere dell'autorità di vigilanza, e addirittura l'obbligo in determinate circostanze, d'imporre il trasferimento di altre attività di negoziazione ad alto rischio (attività di supporto agli scambi, operazioni complesse in derivati e cartolarizzazioni, ecc.) a entità giuridiche di negoziazione distinte all'interno del gruppo, per scongiurare il rischio che la banca aggiri il divieto di svolgere determinate attività di negoziazione effettuando attività occulte di negoziazione per conto proprio che, per le proporzioni troppo grandi che assumono o l'elevato indebitamento che generano, possono mettere a repentaglio la banca nel suo complesso e il sistema finanziario in genere. La banca avrà la possibilità di non separare le attività se sarà in grado di dimostrare all'autorità di vigilanza che i rischi generati sono attenuati tramite altri mezzi; 3. le norme che disciplinano i rapporti economici, giuridici, operativi e di governance tra l'entità di negoziazione distinta e il resto del gruppo bancario.

Attualmente la proposta legislativa è sotto il vaglio di un gruppo di consultazione con altre istituzioni internazionali e controparti private del mondo dell'industria finanziaria.

## **6.2. Proposta sulla segnalazione e la trasparenza delle operazioni di finanziamento**

---

<sup>28</sup> *High-level Expert group on reforming the structure of the EU banking sector presents its report* (Brussels, 2 October 2012): [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-1048\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1048_en.htm).

### tramite titoli (STFS)<sup>29</sup>.

Per terminare la rassegna di questa serie d'iniziative europee, è fondamentale citare la proposta della Commissione europea che prevede una serie di misure volte a migliorare la regolamentazione e la trasparenza delle operazioni di finanziamento in titoli (STFS)<sup>30</sup>. È necessario controllare meglio queste operazioni che sono state una fonte di contagio, leva finanziaria e prociclicità durante la crisi finanziaria<sup>31</sup>. È essenziale migliorare la trasparenza e accrescere la disponibilità dei dati, in particolare sulle attività frequentemente svolte dal settore bancario ombra, quali i contratti di vendita con patto di riacquisto e il prestito titoli, le cosiddette operazioni di finanziamento tramite titoli<sup>32</sup>. In pratica, esse sono sostanzialmente la concessione e l'assunzione in prestito di titoli o merci, i contratti di vendita con patto di riacquisto o i contratti di vendita con patto di riacquisto passivi e le operazioni di *buy-sell back* o di *sell-buy back*.

Tutte queste operazioni hanno effetti economici simili, se non identici. Le operazioni di finanziamento tramite titoli sono operazioni con le quali attività appartenenti alla controparte sono utilizzate per generare mezzi di finanziamento. Queste tecniche sono utilizzate da quasi tutti gli operatori del sistema finanziario, siano essi banche, intermediari in titoli, imprese di assicurazioni, fondi pensione e fondi di investimento. Esse forniscono al mercato ulteriore liquidità, facilitano il finanziamento dei partecipanti al mercato, sostengono la determinazione del prezzo dei beni scambiabili e consentono le operazioni di finanziamento monetario delle banche centrali. Tuttavia, possono anche portare alla creazione di credito tramite la trasformazione delle scadenze e della liquidità e consentire ai partecipanti al mercato di costituire grandi esposizioni reciproche. Il reimpegno delle garanzie reali a supporto di operazioni multiple, in particolare le operazioni di finanziamento tramite titoli, ha consentito di accrescere la liquidità, ma ha accresciuto allo stesso tempo la leva finanziaria e le interconnessioni nascoste del sistema.

<sup>29</sup> V. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/shadow-banking/140129\\_proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/shadow-banking/140129_proposal_en.pdf), Bruxelles, 29.1.2014 COM(2014) 40 final 2014/0017 (COD).

<sup>30</sup> Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sulla segnalazione e la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli: [http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b2522602-8f15-11e3-b19c-01aa75ed71a1.0017.01/DOC\\_1&format=PDF](http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b2522602-8f15-11e3-b19c-01aa75ed71a1.0017.01/DOC_1&format=PDF).

<sup>31</sup> Risoluzione del Parlamento europeo del 20 novembre 2012 sul sistema bancario ombra (2012/2115(INI)) Il Parlamento europeo, – viste le proposte della Commissione e la sua comunicazione, del 12 settembre 2012, sull'Unione bancaria: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2012-0427&language=IT>.

<sup>32</sup> Queste comprendono principalmente la concessione e l'assunzione in prestito di titoli o merci, i contratti di vendita con patto di riacquisto o i contratti di vendita con patto di riacquisto passivi e le operazioni di *buy-sell back* o di *sell-buy back*.

Il crollo della fiducia nel valore delle attività, nella sicurezza delle controparti e nella protezione degli investitori ha determinato la fuga dal mercato all'ingrosso, con la conseguente improvvisa riduzione della leva finanziaria e/o l'attivazione di reti di sicurezza pubbliche (linee di credito delle banche centrali, ecc.). In questo contesto, la fiducia e la liquidità dei finanziamenti si sono dissolte, ed è diventato impossibile anche per le banche più grandi e più forti accedere ai finanziamenti sia a breve che a lungo termine. Esse contribuiscono ad accrescere la leva finanziaria e a rafforzare la prociclicità del sistema finanziario, che in tal modo diventa vulnerabile alle "corse allo sportello" e all'improvvisa riduzione della leva finanziaria. Attualmente tali tecniche, che possono avere un impatto significativo sul rendimento dei fondi di investimento, non sono adeguatamente divulgate agli investitori.

Per monitorare i rischi per la stabilità finanziaria derivanti da attività di vendita con patto di riacquisto e di prestito di titoli, sono necessarie informazioni da conservare a livello centralizzato e accessibili alle competenti autorità, quali l'AESFEM, il CERS e il Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC). Per la necessità di migliorare la trasparenza di queste operazioni bisogna creare un quadro dell'Unione per dati e informazioni relative alle negoziazioni delle operazioni di finanziamento tramite titoli da parte delle controparti finanziarie e non finanziarie di tali operazioni<sup>33</sup>. I *repository* (*repositoris*) delle operazioni in titoli forniscono accesso immediato a informazioni dettagliate circa l'interconnessione tra i vari soggetti: chi acquista e chi vende protezione su determinati mercati (derivati su crediti, derivati su tassi e derivati su strumenti di capitale). Si possono individuare così le entità del sistema bancario ombra, come i fondi speculativi, che comportano notevoli rischi. Le controparti delle operazioni di finanziamento tramite titoli trasmettono le informazioni relative a tali operazioni ad un repertorio di dati sulle negoziazioni registrato conformemente all'art. 5 o riconosciuto conformemente all'art. 1934. Le informazioni sono trasmesse al più tardi il giorno lavorativo che segue la conclusione, la modifica o la cessazione del contratto. L'obbligo di segnalazione si applica alle operazioni di finanziamento tramite titoli: (a) concluse prima della data indicata all'art. 29, c. 2, e ancora in essere a tale data; (b) concluse dopo la data di cui all'art. 29, c. 2. La controparte soggetta all'obbligo di segnalazione può delegare la

<sup>33</sup> Si tratta di disposizioni in linea con le raccomandazioni dell'FSB: raccolta dei dati per *shadow banking*

<sup>34</sup> Vedi articoli di *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sulla segnalazione e la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli*: [http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b2522602-8f15-11e3-b19c-1aa75ed71a1.0017.01/DOC\\_1&format=PDF](http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b2522602-8f15-11e3-b19c-1aa75ed71a1.0017.01/DOC_1&format=PDF).

segnalazione delle informazioni relative alle operazioni di finanziamento tramite titoli. Le controparti conservano i dati relativi alle operazioni di finanziamento tramite titoli da esse concluse, modificate o terminate per un periodo minimo di dieci anni dal termine dell'operazione. Se non è disponibile un repertorio di dati sulle negoziazioni per la registrazione delle informazioni relative alle operazioni di finanziamento tramite titoli, le controparti provvedono a che tali informazioni siano segnalate all'AESFEM. Al riguardo, il lavoro svolto dall'FSB, consente una maggiore precisione sul livello di trasparenza richiesto.

## 7. Conclusioni

Il processo di riforme istituzionali e legislative relativo alla regolamentazione della banca ombra è in continua evoluzione e fermento, come si evince dal presente lavoro. Più che porre l'accento in questo lavoro sull'effetto atteso di tali recenti sviluppi regolamentativi, si è voluto fare cenno a come si stia cercando di coprire attraverso le varie iniziative, tutti i possibili aspetti di rischio dello *shadow banking*. Abbiamo anche visto che ciò che differenzia la banca ombra dalle banche è la diversificazione in una moltitudine di attività ed entità non solo di difficile identificazione, ma soprattutto di diversa natura che necessitano pertanto di appositi strumenti normativi e di una corretta attività di supervisione per assicurarne la stabilità. Le iniziative comunitarie e gli ulteriori sforzi in questa direzione a parere di chi scrive, sono fortemente incoraggiati per risolvere il problema di instabilità finanziaria al di fuori del sistema bancario.