

Alma Mater Studiorum – Università di Bologna

DOTTORATO DI RICERCA IN

Istituzioni e Mercati, Diritti e Tutele

Ciclo XXIX

**Tutele previste a favore dell'investitore in strumenti
ad alto rischio e responsabilità a suo carico.
Confronto tra Unione Europea e Stati Uniti
d'America**

Candidata: Simona Sardelli

Coordinatore Dottorato

Prof.ssa Marcella Gola

Relatore

Prof. Francesco Vella

Esame finale anno 2017

SOMMARIO

Capitolo I

CRISI DEI MUTUI *SUBPRIME* IN U.S.A. NEL 2008, RUOLO DEI PRINCIPALI ATTORI ECONOMICI E CONSEGUENZE GENERALI SUL MERCATO

1.1. Fattori principali e segnali sottovalutati. Ruolo delle agenzie di <i>rating</i>	1
1.1.1. Stati Uniti d'America	1
1.2. Agenzie di <i>rating</i> : obblighi e poteri nell'assegnazione dei giudizi. Confronto con precedenti situazioni di crisi.....	13
1.3. Il principio del <i>Too Big Too Fail</i> : nascita ed evoluzione del fenomeno/teoria durante gli anni 2000.....	19
1.4. Strumenti derivati: funzioni ed eterogenesi dei fini	26
1.5. <i>Governative sponsored enterprises - Fannie Mae e Freddie Mac</i>	30
1.6. Unione Europea: ripercussioni degli eventi finanziari americani sul vecchio continente	36
1.6.1. Il ruolo delle cartolarizzazioni nell'ultima crisi europea	41
1.7. “ <i>Shadow Banking</i> ”: caratteristiche principali e rilevanza del fenomeno nell'andamento delle economie americana ed europea negli ultimi decenni	45
1.7.1. La “ <i>shadow banking</i> ” in Italia.....	51
1.8. Conclusioni.....	57

Capitolo II

FATTORI PRINCIPALI E SEGNALI SOTTOVALUTATI IN EUROPA. LA *CAPITAL MARKET UNION* E NUOVI INTERVENTI LEGISLATIVI

2.1. Introduzione	63
2.2. La <i>ratio</i> dell'evoluzione legislativa	72
2.3. Il ruolo della <i>Capital Markets Union</i> e del <i>Green Paper</i> del 30 settembre 2015	130
2.4. La centralità della tutela dell'investitore	150
2.5. Conclusioni	157
Bibliografia.....	176

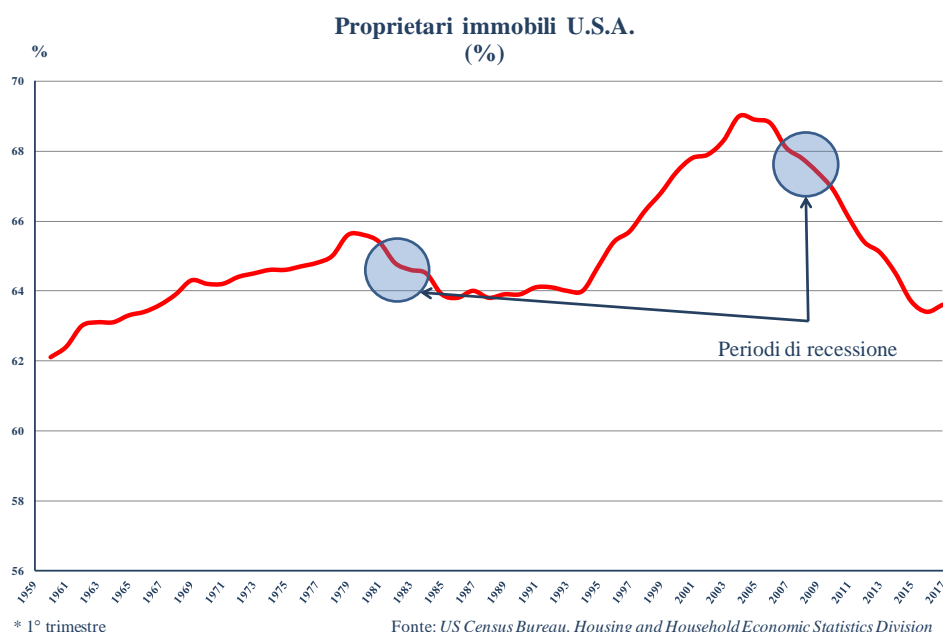
CAPITOLO I

CRISI DEI MUTUI *SUBPRIME* IN U.S.A. NEL 2008, RUOLO DEI PRINCIPALI ATTORI ECONOMICI E CONSEGUENZE GENERALI SUL MERCATO

1.1 Fattori principali e segnali sottovalutati

1.1.1 Stati Uniti d'America

Nel periodo immediatamente successivo alla seconda guerra mondiale, l'economia degli Stati Uniti d'America ha visto un considerevole picco in termini di acquisti immobiliari. Basti pensare che il tasso di proprietà delle case è cresciuto di 45-65 punti percentuali. Ciò è stato possibile in ragione di un'abbondante elargizione di mutui e strumenti creditizi - a medio o lungo termine, principalmente a tasso fisso e con rientro dell'80-90% del prestito - che hanno permesso alle famiglie appartenenti alla classe media di diventare proprietarie di immobili. L'espansione del mercato immobiliare, come è facile immaginare, ha riguardato soprattutto le periferie.



Tale fenomeno, pur avendo riguardato un numero importante di americani, ha comunque lasciato fuori quelle famiglie le quali non avevano alcuna possibilità di accesso al credito, in quanto non sarebbero riuscite a depositare caparra alcuna o a rispettare le scadenze mensili di pagamento¹.

Dopo questo *boom* iniziale, il mercato immobiliare americano è rimasto praticamente immutato per quasi trentacinque anni. Quello che, però, realmente interessa ai fini di questa dissertazione è la spinta che l'acquisto degli immobili ha subito, intorno al 2005, portando la percentuale di proprietari di casa al 69%. Considerando la popolazione degli anni '50 e quella del decennio passato, circa 12 milioni di affittuari americani sono diventati proprietari di immobili, facendo così diventare gli Stati Uniti d'America il primo paese al mondo in questo campo².

Ratei su beni immobili di proprietà U.S.A.



* 1° trimestre

Fonte: U.S. Census Bureau

¹ BEN-DAVID, *Financial Constraints and Inflated Home Prices during the Real Estate Boom*, in *American Economic Journal: Applied Economics*, V. 3, No. 3, 2011, p. 60; BUCKS, PENCE, *Do borrowers know their mortgage terms?*, in *Journal of Urban Economics*, V. 64, No. 2, 2008., pp. 218 ss.; ELLIS, *The housing meltdown: Why did it happen in the United States?*, Bank for International Settlements Working Papers No 259, 2008; MASON, ROSNER, *How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions?*, paper presentato all'Hudson Institute, Washington, febbraio 2007; ARTH, REGALIA, *The Evolving Role of Regulation in the Savings and Loan Industry*, in ENGLAND, HUERTAS, (a cura di), *The financial services revolution: policy directions for the future*, 1988, Boston, Kluwer, pp. 113-161.

² GIANNOZZI, *Fair value disclosure, rischio di liquidità e rendimenti azionari. Un'analisi empirica sulle imprese europee finanziarie e non finanziarie*, Milano, FrancoAngeli, 2016, pp. 66-67; CIOCCA, *1929 e 2009: due crisi commensurabili?*, 16 luglio 2009, reperibile su www.apertacontrada.it/2009/07/16/1929-e-2009-due-crisi-commensurabili-3/; BAILY, LITAN, JOHNSON, *The Origins of the Financial Crisis*, Business and Public Policy, Fixing Finance Series, Paper n. 3, 2008, p. 11 ss.; GRAMLICH, *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*, The Urban Institute, 2007, 1-2.

Il fattore che ha fatto principalmente la differenza ha riguardato la qualità del mutuo concesso. Invero, i mutui erogati negli anni '50 furono principalmente di tipo “*prime*”³; la seconda tornata, invece, fu caratterizzata principalmente da mutui di tipo “*subprime*”⁴ e contratti derivati - *futures* - su beni immobili⁵, ovvero ritagliati per quella classe sociale con reddito medio-basso, impossibilitata a pagare autonomamente anche solo una minima parte dell'acquisto dell'immobile, per cui richiedente un credito per la totalità del prezzo. In tal caso, in ragione della minore garanzia che tali debitori possono vantare in termini di restituzione del prestito, il tasso di interesse è decisamente più elevato, con aggiunta di salate penali in caso di ritardo nel pagamento di anche solo poche rate.

Risulta evidente, quindi, come le condizioni di concessione del prestito hanno esorbitato gli ordinari parametri. Da un lato, infatti, i debitori cercavano di mantenere il possesso della casa riducendo sempre più le rate mensili; dall'altro, invece, i creditori si spingevano alla ricerca di nuovi affari, non rispettando più i canoni tradizionali. La combinazione dei due comportamenti ha fatto sì che i mutui (e i prestiti in generale) venissero largamente concessi senza una previa verifica della storia creditizia della controparte, se avesse effettuato l'accantonamento per il pagamento delle imposte o delle rate di assicurazione⁶.

³ I “*prime mortgages interest rates*” sono i tassi a cui le banche possono effettuare prestiti ai clienti con le storie di accreditamento migliori. Possono essere a tasso fisso o variabile. Si tratta, quindi, di una classificazione dei mutuatari (il punteggio può variare da 300 a 850; se l'investitore si attesta sopra i 620 punti, allora può essere considerato “*prime*”) e dei tassi di mercato che sono considerati di alta qualità.

⁴ I *sub-prime* sono prestiti o mutui erogati a clienti i quali hanno un profilo corrispondente “ad alto rischio” nell'ambito della profilatura degli investitori (il sistema americano utilizza una scala che va dai 300 agli 850 punti). In ragione delle loro caratteristiche e del maggiore rischio a cui sottopongono l'investitore sono definiti di qualità non primaria ed inferiore a quest'ultima - che include, invece, i prestiti erogati in favore di soggetti con una storia creditizia e delle garanzie ritenute sufficientemente affidabili che portano loro a superare i 620 punti. I creditori che si trovano al di sotto di tale soglia generalmente hanno a loro carico due o più pagamenti effettuati oltre 30 giorni dopo la scadenza nell'anno precedente la richiesta del prestito, l'insolvenza di un mutuo negli ultimi due anni o la dichiarazione di bancarotta negli ultimi cinque. Per ulteriori approfondimenti si leggano GHENT, KUDLYAK, *Recourse and Residential Mortgage Default: Evidence from U.S. States*, Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper No. 09-10, 2010, pp. 14 ss.; DELL'ARICCIA, IGAN, LEAVEN, *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*, IMF Working Paper, 2008 e si consulti <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>.

⁵ I contratti derivati definiti “*futures*” sono contratti a termine standardizzati con i quali le parti si impegnano a scambiare una certa attività (finanziaria o reale) a un prezzo prefissato e con liquidazione differita a una data futura (da www.borsaitaliana.it). Per una disamina approfondita si consultino TSE, *Asymmetric Volatility, Skewness, and Downside Risk in Different Asset Classes: Evidence from Futures Markets*, in *Financial Review*, V. 51, No. 1, 2016, p. 83; Hull, *Opzioni, futures e altri derivati. Manuale delle soluzioni*, Pearson, 9 ed., 2015; Ross S.A., *Corporate finance*, 2 ed., 2015; BODIE, KANE, MARCUS, *Investments*, New York, McGraw-Hill Book, 10 ed., 2014. Per ulteriori approfondimenti sul ruolo dei *futures* nella crisi finanziaria del 2008 si leggano MARKHAM, *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, Abingdon-on-Thames UK, Routledge, 2015; RECHTSCHAFFEN, *Capital Markets, Derivatives and the Law: Evolution After Crisis*, Oxford, Oxford University Press, 2014; ACEMOGLU, ROBINSON, *Perché le nazioni falliscono. Alle origini di potenza, prosperità e povertà*, MILANO, IL SAGGIATORE, 2013; STOUT, *Derivatives and the legal origin of the 2008 credit crisis*, in *Harvard Business Law Review*, V. 1, 2011, 1 ss.

⁶ FELLOWES, *Credit Scores, Reports, and Getting Ahead in America*, Washington D.C., Metropolitan Policy Program The Brookings Institution, 2006, p. 3.

Può essere utile ricordare, inoltre, che la situazione è stata resa maggiormente complessa dal fatto che, nel 1980, è entrato in vigore il “*Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*” (DIDMCA), il quale ha di fatto abolito le leggi anti-usura e, nel 1982, l’“*Alternative Mortgage Transaction Parity Act*” (AMTPA) che autorizzava l’emissione di prestiti a tasso variabile anche nel mercato ipotecario; quindi, se fino a quel momento, prestiti con tassi di interesse oltre una certa soglia non potevano essere stipulati, limitando così la concessione del credito, da quel momento in poi i prestiti paradossalmente aumentarono: la differenza stava nel fatto che gli interessi venivano nettamente incrementati per bilanciare lo scarso merito creditizio del debitore. Le conseguenze di tale modifica legislativa non si avvertirono immediatamente sul mercato, ma dopo pochi anni gli effetti si rivelarono devastanti⁷.

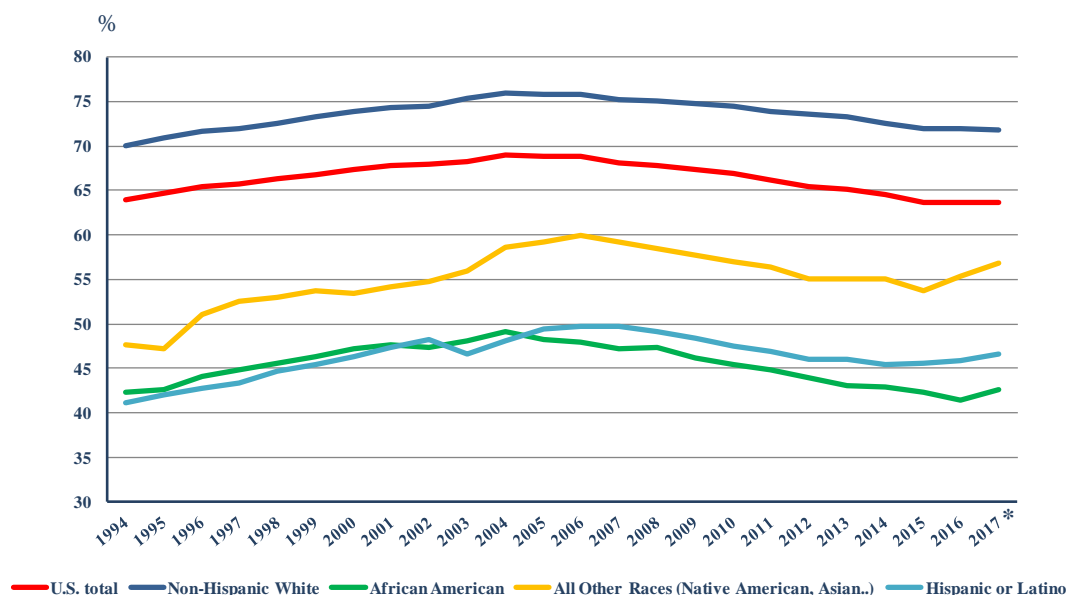
A ciò si aggiungono numerosi altri interventi legislativi che hanno avuto un ruolo nello sviluppo del mercato immobiliare (sempre perché hanno condotto a un netto incremento dei finanziamenti per l’acquisto dei suddetti beni). Uno di questi è il *Community Reinvestment Act* (CRA), il quale ha richiesto che le banche effettuassero investimenti in quartieri periferici e degradati. L’obiettivo perseguito era quello di scoraggiare comportamenti discriminatori da parte degli istituti di credito che potessero contribuire a creare i c.d. ghetti. Invero, esistevano delle aree nelle città americane che erano rinomate per essere abitate esclusivamente da persone di una determinata etnia, estrazione sociale, praticanti un particolare culto religioso; di conseguenza, le banche tendevano a non approvare contratti di mutuo per soggetti residenti in quelle zone, prescindendo anche dalla storia creditizia del soggetto richiedente il prestito⁸. L’approvazione del CRA nel 1977 diede adito a non poche polemiche, per ragioni facilmente

⁷ BREALEY, COOPER, KAPLANIS, *International Propagation of the Credit Crisis*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, V. 24, No. 4, 2012, pp. 36 ss.; BHARDWAJ, SENGUPTA, *Subprime mortgage design*, in *Journal of Banking & Finance*, V. 36, No. 5, 2012, p. 1505; BYRD, FRASER, LEE, TARTAROGLU, *Are two heads better than one? Evidence from the thrift crisis*, in *Journal of Banking & Finance*, V. 36, No. 4, 2012, p. 959; GOLDSTEIN, *Lost Values: A Study of Predatory Lending in Philadelphia*, The Reinvestment Fund, 2007 consultabile su https://www.reinvestment.com/wp-content/uploads/2015/12/Lost_Values_Predatory_Lending_in_Philadelphia-Report_2007.pdf; RENAURT, *An Overview of the Predatory Lending Process*, in *Housing Policy Debate*, V. 15, No.3, 2004, p. 470.

⁸ FISHBEIN, WOODALL, *Exotic or Toxic? An Examination of the Non-Traditional Mortgage Market for Consumers and Lenders 2*, Consumer Federation of America, 2006, 2, consultabile su http://consumerfed.org/wp-content/uploads/2010/08/Exotic_Toxic_Mortgage_Report0506.pdf, dove l’autore sottolinea che “*Many, including Consumer Federation of America, are justifiably concerned that the proliferation of new mortgage products is not appropriate for many borrowers who receive them and that over the long term these mortgages could threaten homeownership sustainability. There is particular concern over the homeownership sustainability for more vulnerable consumers – first time homebuyers, unsophisticated financial consumers, and consumers traditionally underserved by the mortgage market, especially lower-income and minority consumers. These borrowers are less likely to understand their ability to negotiate mortgage terms, the complexity of the mortgage vehicles they are offered, and the long-term monthly payment variation between the different products now available on the market*”.

intuibili, da parte delle banche; solo con il tempo queste ultime si resero conto che questo tipo di politica poteva anche risultare proficua in termini di medio e lungo periodo⁹.

Proprietari immobili U.S.A. % per etnia



* 1° trimestre

Fonte: US Census Bureau. Housing and Household Economic Statistics Division

Alle novità legislative si aggiunsero le innovazioni tecnologiche¹⁰ che, a partire dagli anni '90, permisero di sviluppare dei *software* per la valutazione automatica del merito creditizio¹¹. In questo modo, l'approvazione di mutui richiedeva pochi minuti (in alcuni casi anche meno di 15) ed era nettamente semplificata e diede vita a quelli che sono stati definiti i “*mortgage brokers*”: dei soggetti che fungevano da intermediari tra i creditori e i debitori e che si rendevano disponibili a negoziare la concessione di un mutuo dietro pagamento di una percentuale¹². Costoro, però, non avevano interesse – né incentivi - a far sì che i loro clienti ottenessero prestiti alle migliori condizioni possibili, né ad individuare debitori effettivamente in grado di saldare costantemente le rate, in quanto non soggetti ad alcuna legislazione specifica¹³. Infine, v'è da dire che probabilmente tendevano a non concedere il giusto peso al

⁹ *A Policy in Lampman's Tradition: The Community Reinvestment Act*, discorso tenuto da E. M. Gramlich, membro del Board of Governors of the Federal Reserve System, al Second Annual Robert J. Lampman Memorial Lecture, University of Wisconsin, Madison June 16, 1999.

¹⁰ NADAULD, SHERLUNG, *The Role of Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit*, Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board n. 28, Washington D.C., 2009, 23 ss; GORTON, *The Panic of 2007*, e *The Subprime Panic*, Yale Working Paper, 2008, 6.

¹¹ MASON, ROSNER, *How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions?*, paper presentato all'Hudson Institute, Washington, febbraio 2007.

¹² Cfr. ADRIAN, SHIN, *The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports n. 439, 2010.

¹³ DEMYANYK, VAN HEMERT, *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, in *The Review of Financial Studies*,

fatto che la maggior parte dei beneficiari di questi prestiti costituita da soggetti appartenenti a classi sociali medio-basse, sensibili anche ad una minima oscillazione delle proprie finanze (perdita di lavoro o problemi di salute rientrano certamente tra questi, ma anche un problema tecnico relativo proprio all'immobile). Di conseguenza, quindi, il rischio che alcuni di questi debitori diventassero insolventi e fossero convenuti in giudizio (a seconda dei casi, in sede civile e/o penale) e subissero il pignoramento del bene immobile che era stato per l'appunto posto a garanzia del prestito, era verosimilmente elevato¹⁴.

Risulta evidente, dunque, come tutti questi fenomeni abbiano contribuito significativamente allo sviluppo del mercato “*subprime*”¹⁵. Fu così che, negli anni '70, Fannie Mae e Freddie Mac¹⁶, già colossi del mercato secondario di concessione mutui, cominciarono a cartolarizzare mutui “*prime*”. Si arriva, così, agli anni '90 quando i mercati di Wall Street

V. 24, No. 6, 2011, pp. 1850 ss.; INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, Press Conference on the Global Financial Stability Report, 8 April 2008; DIMARTINO, DUCA, *The Rise and Fall of Subprime Mortgages*, Economic Letter: Insights from the Federal Reserve Bank of Dallas, V. 2, No.11, 2007, p. 2 ss.; INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Market Developments and Issues*, Global Financial Stability Report, 2007, p. 4; CHOMSISENGPHET, PENNINGTON-CROSS, *The Evolution of the Subprime Mortgage Market*, in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, V. 88, No.1, 2006, 88, pp. 31 ss.

¹⁴ SCHLOEMER, LI, ERNST, KEEST, *Losing Ground: Foreclosures in the Subprime Market and Their Cost to Homeowners*, Center for Responsible Lending, 2006, p. 4 (“*Multiple subprime loans boost foreclosure risk even higher. Lenders often portray subprime loans as a stepping-stone to a prime loan. In reality, many borrowers in the subprime market refinance from one subprime loan to another, losing equity each time to cover the cost of getting a new loan. When we analyze the likelihood of foreclosure for borrowers who repeatedly refinance, we find that the risk of losing the home climbs to 36 percent. While more research is needed, this estimate relies on assumptions drawn directly from refinance patterns in the subprime market.*”).

¹⁵ CHOMSISENGPHET S., PENNINGTON-CROSS A., *The Evolution of the Subprime Mortgage Market*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, V. 88, No.1, 2006, p. 31; DIMARTINO D., DUCA J.V., *The Rise and Fall of Subprime Mortgages*, Economic Letter: Insights from the Federal Reserve Bank of Dallas, V. 2, No.11, 2007, p. 2; INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Market Developments and Issues*, Global Financial Stability Report, 2007, p. 4.

¹⁶ Si veda U.S. Government Publishing Office, Economic Report for President, Administration of George W. Bush, *Mortgage debt outstanding by type of property and of financing 1949-2005*, 2006. Fannie Mae e Freddie Mac (rispettivamente *Federal National Mortgage Association* e *Federal Home Loan Mortgage Corporation*) - delle cui attività si dirà meglio al par. XXX pag. 29 - sono due società create - la prima nel 1938, la seconda nel 1970 - dal Congresso americano per garantire fondi sufficienti per fornire liquidità, stabilità e l'accessibilità al mercato ipotecario immobiliare americano, riducendo nettamente le tempistiche e le condizioni di accesso al mercato. La loro funzione non è quella di prestare denaro ai privati cittadini; infatti, si occupano di acquistare debiti, assicurarli, organizzarli in portafogli e cartolarizzarli, per poi rivenderli sul mercato sotto forma di titoli. Un meccanismo che ha certamente permesso a numerosissime famiglie americane di poter acquistare una casa (e, indirettamente, ha anche enormemente finanziato il mercato immobiliare), contraendo dei mutui che, per l'appunto, le due società non tenevano nel proprio bilancio, ma provvedevano a cedere sul mercato. Negli anni la loro attività è cresciuta, fino ad arrivare a garantire 5.200 miliardi di dollari di mutui: un terzo della capitalizzazione della Borsa di New York e oltre un terzo del Pil americano. Per evidenti ragioni, quindi, sono risultati al centro dei meccanismi del *credit crunch* che ha messo in ginocchio i mercati finanziari quasi un decennio fa, anche in ragione dell'enorme ammontare (si tratta di centinaia di miliardi di dollari) di loro obbligazioni che la banca centrale cinese e altri istituti bancari di paesi quali Arabia Saudita, Russia e Giappone detenevano. Infatti, nei 12 mesi antecedenti la crisi, hanno incassato perdite per 14 miliardi di dollari e la paura di un *default* ha fatto scendere del 90% il loro valore di Borsa; di conseguenza il tasso medio complessivo delle rate arretrate di prestiti ipotecari è salito al 6,41%, un *record* negli ultimi 30 anni. Per ulteriori approfondimenti si consulti il sito della *Federal Housing Finance Agency* www.fhfa.gov/SupervisionRegulation/FannieMaeandFreddieMac/Pages/About-Fannie-Mae---Freddie-Mac.aspx.

cominciarono ad effettuare operazioni di cartolarizzazione anche su debiti “*subprime*”, immettendo sul mercato nuove risorse di finanziamento e facendo sì che numerosissimi mutui venissero concessi senza alcun tipo di previa verifica o controllo delle caratteristiche del richiedente¹⁷.

Il tutto, infine, ha avuto una cornice economica che ha visto i momenti di recessione diventare sempre meno frequenti e comunque più morbidi, il tasso di occupazione più alto e tendente a stabilizzarsi¹⁸. Tutto ciò ha contribuito a creare le perfette condizioni per l’espansione del mercato dei mutui. Una conferma si è avuta dai dati di quel periodo: nel 1994 il totale dei mutui *subprime* concessi ammontava a 35 miliardi di dollari; nel 2005 si è arrivati a 625 miliardi, ovvero il 20% del mercato americano dei contratti di concessione mutui¹⁹.

Nel 2007 le più grandi banche di investimento statunitensi operavano con capitale estremamente ridotto - Bank of America (27:1), Goldman Sachs e Citigroup’s (32:1), Lehman Brothers, Merrill Lynch e Morgan Stanley (40:1) -; la proporzione determina il rapporto “*assets for each dollar of capital*”, indicando i dollari investiti in attività per ogni dollaro di capitale; per evidenziare le dimensioni del problema può essere utile ricordare che Fannie Mae e Freddie Mac operavano con una proporzione di 75:1²⁰. Un calo di meno del 3% del valore del patrimonio avrebbe potuto condurre l’intera impresa in bancarotta²¹.

A peggiorare le cose, vi era il fatto che gran parte del loro indebitamento era a breve termine (nel “mercato *overnight*”); ciò implicava che il prestito doveva essere rinnovato ogni giorno. Ad esempio, alla fine del 2007, Bear Stearns aveva \$ 11,8 miliardi di patrimonio netto e \$ 383,6 miliardi di passività e riusciva a rimanere nel mercato dei prestiti per circa \$ 70 miliardi nel “mercato *overnight*”²². Evidentemente la situazione della leva finanziaria

¹⁷ AGARWAL, AMROMIN, BEN-DAVID, CHOMSISENGPHET, EVANOFF, *The role of securitization in mortgage renegotiation*, in *Journal of Financial Economics*, V. 102, No. 3, 2013, pp. 559 ss.; ACHARYA, SCHNABL, SUAREZ, *Securitization Without Risk Transfer*, in *Journal of Financial Economics*, V. 107, No. 3, 2013, pp. 515 ss.; BAROFKY, *Bailout: An Inside Account of How Washington Abandoned Main Street While Rescuing Wall Street*, New York, Free Press, 2012, *passim*; BORD, SANTOS, *The rise of the originate-to-distribute model and the role of banks in financial intermediation*, Federal Reserve Bank of New York FRBNY Economic Policy Review, July 2012, pp. 21-22.

¹⁸ ACHARYA, RICHARDSON, VAN NIEUWERBURGH, WHITE, *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac and the Debacle of Mortgage Finance*. Princeton, NJ, Princeton University Press, 2011, p. 35; ENGEL, MCCOY, *Turning a Blind Eye: Wall Street Finance of Predatory Lending*, in *Fordham Law Review*, V. 75, No. 4, 2007, p. 2039.

¹⁹ Joint Economic Committee, *The Subprime Lending Crisis. The Economic Impact on Wealth, Property Values and Tax Revenues, and How We Got Here*, Report and Recommendations by the Majority Staff of the Joint Economic Committee, October 2007, p. 10; Inside Mortgage Finance, *The 2007 Mortgage Market Statistical Annual*, Key Data, 2006.

²⁰ Financial Crisis Inquiry Commission FCIC, *The Financial Crisis Inquiry Report*, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, 2011, p. 65.

²¹ STEIN, *Stochastic Optimal Control and the U.S. Financial Debt Crisis*, New York, Springer, 2012, p. 2.

²² Financial Crisis Inquiry Commission FCIC, *The Financial Crisis Inquiry Report*, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, 2011, p. XX, dove Bear

risultava spesso celata in strutture di derivati, in strumenti “*off-balance-sheet entities*” o grazie a dei *report* finanziari che davano al pubblico un’immagine differente della situazione economica e finanziaria della società.

Seppur l’apertura alla concessione di contratti di mutui a tutte le categorie sociali si sarebbe rivelata foriera di diversi benefici, avrebbe però portato con sé anche non pochi effetti collaterali. Il primo e più evidente che si manifestò fu proprio la novità dello stesso: il mercato dei *subprime* prevedeva l’offerta di servizi e prodotti che fino ad allora non avevano circolato e con tasso non fisso²³. Il tasso di interesse, quando vennero inizialmente lanciati, era decisamente moderato in ragione delle positive condizioni economiche che accompagnavano quel periodo. Questo comportò un costo degli stessi sufficientemente ragionevole; ciò portò un iniziale *boom* di richieste e concessioni, ma, proprio in ragione della volatilità del tasso di interesse, bastarono pochi anni perché questo venisse alzato e mettesse in difficoltà i beneficiari del prestito²⁴.

Nel frattempo, i costi delle case erano cominciati a crescere considerevolmente in diverse aree del paese, facendo così in modo che i detentori di un mutuo per i quali erano sopraggiunte difficoltà di pagamento potevano facilmente e proficuamente procedere alla vendita dell’immobile, solamente pagando la penale prevista da contratto. Evidentemente, però questo periodo non era destinato a durare; infatti, dal 2006, i prezzi delle case subirono una netta contrazione. Così molte famiglie americane si trovarono ad essere contraenti di un contratto di mutuo del valore più alto di quello dell’immobile di loro proprietà²⁵. La domanda di acquisto di case di proprietà si ridusse, dando luogo alla nota bolla immobiliare che condusse al *crush* pochi mesi dopo.

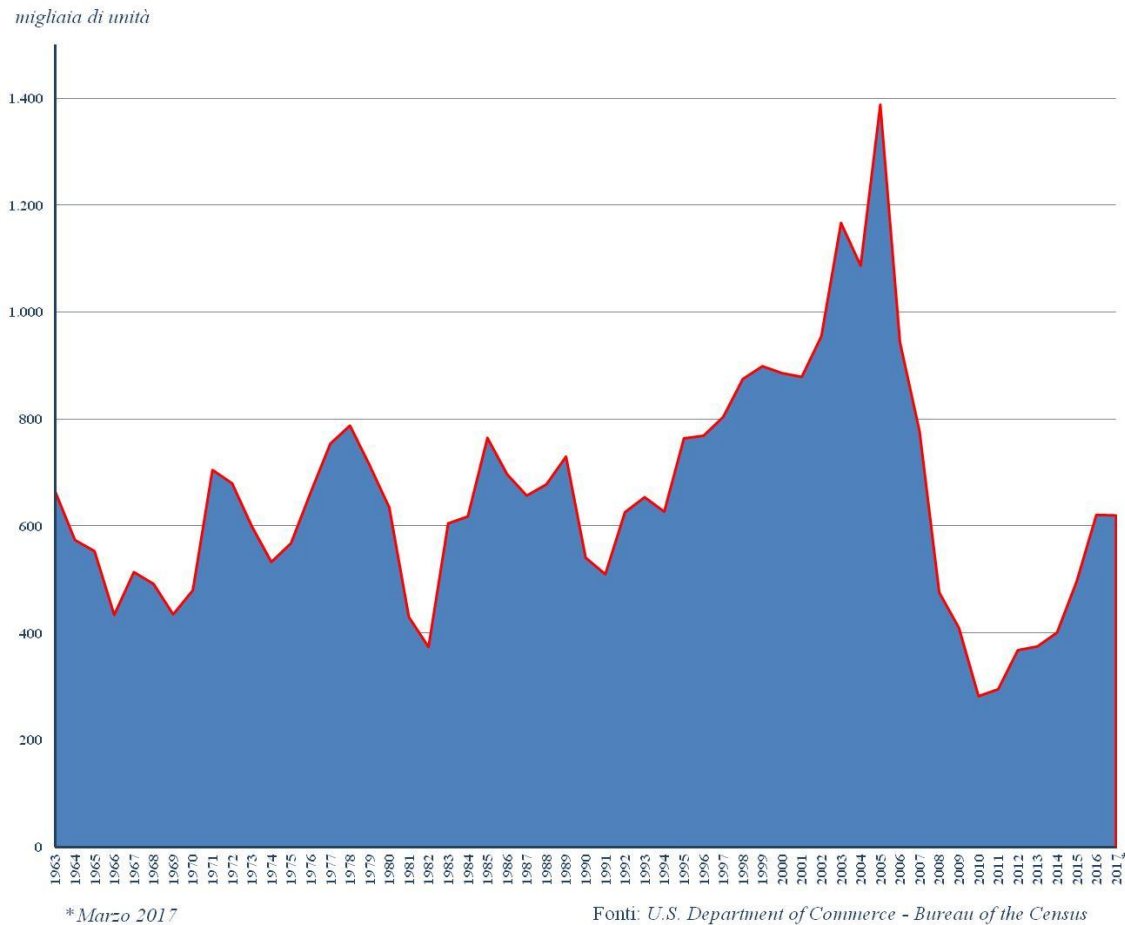
Stearns viene paragonato ad una piccola impresa con \$ 50.000 di capitale netto e un prestito che, aumentando quotidianamente di \$ 296.750, ammonta ad un totale di \$ 1,6 milioni.

²³ DEMYANYK, VAN HEMERT, *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, in *The review of Financial Studies*, V. 24, No. 6, 2011, p. 1849 che documentano come tutto il mercato ipotecario subprime del 2006-2007 presenti lo stesso tasso di insolvenza, più elevato rispetto ai prestiti effettuati nei 5 anni precedenti, indipendentemente dalla tipologia e dalle caratteristiche degli stessi; HAKENES, SCHNABEL, *Credit Risk Transfer in Banking Markets*, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, n. 33, 2009, p. 29 attribuiscono il deterioramento qualitativo dei contratti di mutuo all’elevata competitività e forte concorrenza che, quando il mercato raggiunge la soglia di saturazione, permette l’accesso ai finanziamenti anche ai “*bad borrowers*”.

²⁴ HERBERT, BELSKY, *The Homeownership Experience of Low-Income and Minority Families A Review and Synthesis of the Literature*, U.S. Department of Housing and Urban Development, in *Cityscape: a Journal of policy Development and Research*, V. 10, No. 2, 2008, pp. 34 ss.

²⁵ HACKER, *Universal Insurance: Enhancing Economic Security to Promote Opportunity*, The Hamilton Project Discussion Paper 2006-07, Washington DC, Brookings Institution, 2006.

Andamenti delle vendite di immobili U.S.A.



Va anche ricordato che, mentre il mercato dei “*prime mortgages*” è sempre risultato regolamentato e monitorato in maniera organica e completa e, soprattutto gli enti che concedevano i maggiori finanziamenti erano soggetti a controlli e verifiche triennali, quello dei “*subprime*” invece non poteva vantare la stessa organizzazione²⁶.

²⁶ ALVARO, SICILIANO, *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipani ai mutui subprime*, Consob Quaderni Giuridici No. 10, 2016, p. 13; DODD, *Subprime: tentacles of a crisis*, in *Finance & Development*, V. 44, No. 4, 2007, p. 17. Inoltre in DIMARTINO, DUCA, *The Rise and Fall of Subprime Mortgages*, Economic Letter: Insights from the Federal Reserve Bank of Dallas, V. 2, No.11, 2007, p. 17, nt. 32, si evidenzia come “*The challenge in the market was preceded by political discussions about these institutions’ roles including accusations by the US Government of errors in dealing with new accounting rules for derivatives. These discussions induced the government-sponsored enterprises to retrench their activities in the market*”. Per ulteriori approfondimenti e riferimenti bibliografici, consultare BARCELLONA, *Note sui Derivati Creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Il caso.it*, 2010, n. 200, Centro Studi Giuridici, parte II, p. 9, nota 16, reperibile su www.ilcaso.it/articoli/200.pdf.

Invero, naturalmente tutti i mercati americani di negoziazione e concessione mutui sono regolamentati da leggi federali che fanno sì che si riesca a prevenire ogni forma di discriminazione, che al pubblico vengano fornite tutte le necessarie informazioni e che tutti i principali ambiti delle operazioni si sviluppino conformemente alla disciplina di riferimento²⁷. Nei mercati “*subprime*”, invece, circa il 30% dei prestiti viene effettuato da istituti bancari soggetti ad una regolamentazione decisamente meno stringente e pervasiva; il 50% è effettuato da società di concessione del mutuo indipendenti ed autonome, soggette (spesso anche per mancanza di risorse economiche) alla scarsa disciplina statale, ma esentate da molte previsioni federali²⁸.

Dopo le numerose avvisaglie, il primo fenomeno che diede effettivamente avvio alla crisi del 2008 si verificò nel febbraio del 2007, quando il *Wall Street Journal* riportò la notizia del fallimento per bancarotta di circa 20 società che si occupavano di concessione di mutui “*subprime*” e che altre ne sarebbero seguite²⁹; invero, ad aprile dello stesso anno giunse la notizia che la stessa sorte era toccata alla “*New Century Financial*”³⁰, la terza società americana in tale campo e quella probabilmente più conosciuta negli Stati Uniti d’America. Nello stesso periodo la “*Countrywide Financial Corporation*”³¹, seconda società *leader* nel

²⁷ DYMSKI, *Discrimination in Mortgage Markets*, in *International Encyclopedia of Housing and Home*, 2012, 364 ss.; TURNER, *What do banks do, what should they do and what public policies are needed to ensure best results for the real economy?*, discorso tenuto presso la CASS Business School, Londra, 17 gennaio 2010, p.14; VON THADDEN, *Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: the winner's curse*, in *Finance Research Letters*, V. 1, No. 1, 2004, pp. 11 ss.; BLACK, BOEHM, DEGENNARO, *Is there discrimination in mortgage pricing? The case of overages*, in *Journal of Banking & Finance*, V. 27, No. 6, 2003, p. 1140; LADD, *Evidence on discrimination in mortgage lending*, in *The Journal of Economic Perspectives*, V. 12, No. 2, 1998, p. 41; MUNNELL, TOOTELL, BROWNE, MCÉNEANEY, *Mortgage Lending in Boston: Interpreting HMDA Data*, in *The American Economic Review*, V. 86, No. 1, 1996, pp. 25 ss.

²⁸ CALOMIRIS., *U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective*, Cambridge UK, Cambridge University Press, 2010, pp. 305-312; STIGLITZ, *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, New York, W. W. Norton & Company, 2010, p. 238; AVERY, BREVOORT, CANNER, *The 2006 HMDA data*, in *Federal Reserve Bulletin*, 2007, p. A89; LEVINE, BARTH, CAPRIO, *Rethinking Bank Regulation*, New York, Cambridge University Press, 2006, pp. 18-20.

²⁹ TIMARAOS, *The Subprime Market's Rough Road*, in *The Wall Street Journal*, 17 febbraio 2007; AMTENBRINK, DE HAAN, *Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, in *Common Market Law Review*, V. 46, No. 6, 2009, p. 1943; MOLLERS, *Regulating Credit Rating Agencies: the new US and EU law-important steps or much ado about nothing?*, in *Capital Markets Law Journal*, V. 4, No. 4, 2009, p. 478; ESME’s Report to the European Commission, *Role of Credit Rating Agencies*, 2008, p. 9.

³⁰ La Century Financial Brokers LLC è una società di brokeraggio con sede a Dubai. Fondata nel 1989, è il principale fornitore di servizi finanziari dell’area e gode di un grande prestigio negli Emirati Arabi Uniti; è, inoltre, in possesso delle più estese autorizzazioni da parte della Banca Centrale degli EAU, è regolata dalla SCA ed è membro di compensazione principale di Dubai Gold & Commodities Exchange. Nel 2008 la CFB è stata la prima società a mettere sul mercato un fondo d’investimento conforme ai principi della *sharia* e senza interessi; nel 2013, prima tra le società di brokeraggio degli Emirati, ha diffuso una rivista trimestrale dal titolo “*Off the wall*”; nel 2014, invece, ha lanciato la piattaforma di *trading online* più avanzata al mondo.

³¹ Fondata nel 1969 a New York da Angelo R. Mozilo e David Loeb, la Countrywide Financial Corporation, con 62.000 dipendenti, 900 uffici e beni per un valore da circa \$200 miliardi, è diventata una delle maggiori società americane nel settore dei finanziamenti ipotecari e prestiti commerciali. Durante il *boom* del mercato ipotecario

settore, stava riscontrando problemi di liquidità³², dopo aver emesso, tra il 2002 e il 2005, 1,5 trilioni di dollari di prestiti, di cui l'87% furono cartolarizzati³³ e rappresentando da sola il 12% del mercato dei mutui. Inoltre, alcuni dei più grandi fondi speculativi finanziati da Bear Stearns – incluso uno che, ironicamente, si chiamava *Enhanced Leverage Fund* – collassarono subito dopo che i primi “investimenti *sub-prime*” si rivelarono un fallimento³⁴. E così, entro la fine del 2007, la maggior parte degli istituti di credito che contraeva prestiti *sub-prime* era fallita o era stata oggetto di acquisizione, incluse New Century Financial, Ameriquest e American Home Mortgage. Divenne presto chiaro che il rischio — piuttosto che essere stato diversificato in tutto il sistema finanziario, così come era stato pensato — era stato concentrato presso i più grandi colossi finanziari. Ciò comportò, per fare qualche esempio, che - nel gennaio 2008 - Bank of America annunciava che avrebbe acquisito Countrywide; Bear Stearns, invece, eccessivamente carico di mutui rischiosi e dipendente da prestiti volatili e a breve termine, fu - pochi mesi dopo - acquistata da JP Morgan con l'assistenza di governo³⁵.

Contemporaneamente i “*no-doc loans*”, i *liar loans*”³⁶ e i “*NINJA loans*”³⁷ (a volte anche combinati tra loro) presentavano delle difficoltà di escussione e stavano divenendo in gran

nei primi anni 2000, la Countrywide Financial Corporation ha perseguito questo tipo di transazioni finanziarie in modo estremamente aggressivo, diventando poi uno dei principali attori della crisi del 2007. Dopo aver sfiorato la bancarotta e bruciato tutte le riserve di liquidità, la società è stata acquisita dalla *Bank of America* nel 2008. Ulteriori approfondimenti in www.marketswiki.com/wiki/Countrywide_Financial_Corp.

³² ISIDORE, *Countrywide forced to turn to banks for help*, in *CNNMoney.com*, 16 agosto 2007 consultabile su <http://money.cnn.com/2007/08/16/news/companies/countrywide>.

³³ The Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, Collingdale PA, DIANE Publishing, 2011, p. 105.

³⁴ MIZRACH, *Comment on "Endogenous and Systemic Risk*, in HAUBRICH, LO (a cura di), *Quantifying Systemic Risk*, Chicago IL, University of Chicago Press, 2013, p. 102; The Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, Collingdale PA, DIANE Publishing, 2011, pp. 239 ss.; BEBCHUK, COHEN, SPAMANN, *The wages of failure: executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008*, in *Yale Journal on Regulation*, 2010, V. 27, n. 2, pp. 257 ss.; IL SOLE 24 ORE, *Bear Stearns, al collasso una banca storica di Wall Street*, 14 marzo 2008 consultabile su <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/03/bear-stearns-collasso.shtml?uuid=d8225a88-f1e8-11dc-b9e6-00000e25108c&DocRulesView=Liberore>; KELLY, NG, REILLY, *Two Big Funds At Bear Stearns Face Shutdown*, *The Wall Street Journal*, 20 giugno 2007 consultabile su <https://www.wsj.com/articles/SB118230204193441422>.

³⁵ MADDISON, *The World Economy*, OECD Development Centre, Parigi, OECD Publishing, 2003, pp. 50-51.

³⁶ I c.d. “prestiti bugiardi” sono una categoria di ipoteche nota anche come “*Low-Documentation*” o “*No-documentation*”, ovvero contratti ipotecari sottoscritti in base a programmi di prestito realizzati sulla base di una scarsa documentazione, i cosiddetti SISA (*Stated Income/Stated Asset*) o NINA (*No Income/No Asset*), per i quali redditi e beni dichiarati, prestiti e altre attività di rilievo vengono genericamente indicate sulla domanda di prestito e non sono soggette ad alcuna previa verifica. In questo caso, quindi, “*liar*” si riferisce al mutuatario che indica un livello di reddito che non è veritiero.

³⁷ Durante il periodo della crisi, molti contratti di mutuo venivano accordati a persone senza alcun reddito, alcun lavoro ed alcun bene di proprietà (*No Income – No Job or Assets*); per tali contratti non veniva neanche richiesto un anticipo di rate che potessero salvaguardare – almeno parzialmente – da possibili future insolvenze. Quindi i

parte debitori di crediti deteriorati. Ancora, i costi per garantire l'adempimento di obbligazioni contrattualizzate sulla base di mutui *subprime* contro il rischio di *default* cresceva vertiginosamente, inducendo alcune agenzie di *rating* (tra cui Standard & Poor's) a rendere noto che taluni di questi *bond* correvano il concreto rischio di essere declassati.

Da quanto detto si evince che la crisi del 2008, non fu un grande singolo evento, ma una serie di problematiche di minori dimensioni che si sviluppò a catena e assunse portata sempre maggiore. La reazione più immediata fu la perdita di fiducia degli investitori, non solo nelle proprie capacità di valutazione del rischio, ma anche nei meccanismi di mantenimento della stabilità del mercato in generale e nelle istituzioni finanziarie alle quali fino ad allora si erano affidati³⁸.

Per tali motivi, il governo americano, nell'agosto del 2007, immise nel mercato 62 miliardi di dollari³⁹: una cifra certamente inferiore ai 95 miliardi di euro che la Banca Centrale Europea decise di investire nell'Unione⁴⁰, ma che avesse la forza di tranquillizzare gli investitori, in quanto le istituzioni stavano dimostrando di avere il polso della situazione. In tale circostanza, il Federal Open Market Committee (FOMC)⁴¹ criticò l'operazione,

mutuatari, nella fase immediatamente precedente la crisi, dovettero confrontarsi con un mercato immobiliare in forte calo e, frequentemente, il valore del bene acquistato risultava addirittura inferiore rispetto al mutuo che avevano contratto. Inoltre, molti dei suddetti contratti comunque non avrebbero avuto prospettiva di rimborso in quanto i tassi di interesse connessi risultavano "teaser", ovvero variabili: nello specifico, le prime rate risultavano ad un tasso relativamente contenuto, ma questo aumentava nel tempo. Per approfondimenti si legga SZYSZKA, *The genesis of the 2008 global financial crisis and challenges to the neoclassical paradigm of finance*, in *Global Finance Journal*, 2011, 22, pp. 213–214.

³⁸ WITTENBERG, *Regulatory Evolution of the EU Credit Rating Agency Framework*, in *European Business Organization Law Review*, Vol. 16, No. 4, 2015, 673; MOLLERS, *Regulating Credit Rating Agencies: the new US and EU law-important steps or much ado about nothing?*, in *Capital Markets Law Journal*, 2009, v. 4, 4, p. 478; DARCY, *Credit Rating Agencies and the Credit Crisis: How the "Issuer Pays" Conflict Contributed and What Regulators Might Do About It*, in *Columbia Business Law Review*, 2009, Vol. 2, pp. 615-616; ESME's Report to the European Commission, *Role of Credit Rating Agencies*, 2008, p. 9.

³⁹ The Nation, *Fed injects \$62 billion as panicky players sell*, Agence France-Press, 13 agosto 2007, reperibile su www.pressreader.com/thailand/the-nation/20070813/282123517115911. A seguito della crisi finanziaria del 2007 la *Federal Reserve* - dopo aver messo in atto le classiche misure monetarie espansive, consistenti principalmente nell'abbassamento dei tassi d'interesse del mercato monetario (dal 5,25% a zero) -, non riuscendo comunque a tranquillizzare i mercati e a rilanciare l'economia, promosse misure non convenzionali, come l'acquisto di titoli sui mercati secondari (*Quantitative Easing*). Il QE, partito con l'acquisto di 100 miliardi di dollari di debito di imprese private e 500 miliardi di MBS (attività finanziarie delle banche), fu successivamente ampliato qualitativamente e quantitativamente con l'acquisto di *Treasuries*. I risultati positivi del QE sui mercati monetari e finanziari sono largamente riconosciuti; infatti, due mesi dopo ogni *round* di acquisti, i tassi d'interesse sono calati dello 0,15% e nello stesso periodo le azioni si sono apprezzate significativamente. Secondo la maggioranza degli ossevatori, le azioni della FED hanno avuto importanti conseguenze sull'economia reale con il risultato di aumentare la produzione industriale nel Paese di circa l'uno per cento all'anno e di scongiurare il pericolo di creare una situazione analoga a quella della Grande Depressione.

⁴⁰ Banca Centrale Europea, *Report annuale 2007*, 2008, pp. 12 e 102. Inoltre, nei mesi successivi, l'BCE effettuò operazioni analoghe ma di importo decrescente.

⁴¹ Il *Federal Open Market Committee* (FOMC) è un organismo del *Federal Reserve System*, che comprende anche un'agenzia centrale indipendente, il *Board of Governors*, con sede a Washington D.C. e i cui membri sono nominati dal Presidente degli Stati Uniti e da dodici *Federal Reserve Banks* regionali, con sede nelle principali

definendola eccessivamente aggressiva e, soprattutto, non negoziata; infatti, ritennero che immettere liquidità sul mercato ed effettuare ulteriori prestiti senza ottenere nulla in cambio (in particolare, il riferimento era comportamenti più responsabili in futuro da parte delle banche) lasciasse passare il messaggio che, a prescindere da ogni circostanza, il governo americano avrebbe salvato – con interventi emergenziali – ogni crisi o accenno alla stessa⁴².

Tale visione dei fatti, naturalmente si contrapponeva a quella di coloro i quali ritenevano che dovesse essere chiaro agli investitori che vi era disponibilità di liquidità per rimuovere il blocco temporaneo che si era venuto a creare nel mercato dei mutui, onde evitare che si creasse una spirale di prestiti non rimborsati e di crescenti difficoltà nella concessione degli stessi. Ciò, naturalmente, anche a costo di far sembrare che le istituzioni economiche e finanziarie stessero intervenendo in via straordinaria e senza attenersi alle regole (legislative e del mercato)⁴³.

Nel maggio del 2009, il *Fraud Enforcement and Recovery Act* venne approvato dal Congresso e firmato dal Presidente. Tra gli altri, tale legge prevedeva l'istituzione di una Commissione d'inchiesta sulla crisi finanziaria al fine di esaminare la sua genesi e le relative cause. La Commissione era costituita da dieci membri (sei nominati dall'ala democratica e i restanti quattro da quella repubblicana), i quali facevano tutti diretto riferimento al procuratore generale degli Stati Uniti. Erano tutti cittadini privati e privi di conflitti di interessi, con vasta esperienza nei campi della vendita immobiliare, finanza, regolazione dei mercati e tutela dei consumatori. La Commissione venne investita di 22 specifiche questioni e, in generale, del crollo delle principali istituzioni finanziarie.

1.2 Agenzie di *rating*: obblighi e poteri nell'assegnazione dei giudizi

In termini generali, si può assumere che ogni investitore, nel momento in cui decide dove orientare le proprie decisioni di investimento, cerca di individuare un compromesso ottimale tra rischio che necessariamente deve correre e guadagno che auspica di ottenere al fine di massimizzare i propri profitti. Tuttavia, spesso gli investitori incorrono in ostacoli in termini

città statunitensi. Al FOMC, che si riunisce regolarmente otto volte all'anno, spettano le principali operazioni di politica monetaria e, in particolare, la determinazione del tasso di interesse sui *Fed Funds*.

⁴² GEITHNER, *Stress Test. Reflections on financial crises*, New York, Crown Publishers, 2014, p. 121, POZSAR., ADRIAN, ASHCRAFT, BOESKY, *Shadow banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports n. 458, 2010, p. 14.

⁴³ LEVINE, BARTH, CAPRIO, *Guardians of finance: making regulators work for us*, Cambridge MA, MIT Press, 2012, *passim*.

di complessità della materia e di tempo richiesto per effettuare una congrua valutazione⁴⁴. D'altro canto, gli istituti di credito (o altre istituzioni finanziarie) hanno evidentemente pochi (se non alcuno) incentivi a rendere accessibili al pubblico informazioni concernenti le caratteristiche relative ai propri prodotti finanziari e, nello specifico, eventuali profili di criticità che possono connotarli⁴⁵. Ragion per cui, mano mano che la complessità delle strutture dei prodotti finanziari aumentava nel tempo, l'opacità delle stesse agli occhi degli investitori andava di pari passo⁴⁶; ciò è valso certamente per gli investitori *retail*, ma anche per quelli istituzionali, i quali in molti casi hanno preferito optare per una riduzione dei costi che tali valutazioni avrebbero comportato e optare direttamente per prodotti finanziari classificati a basso rischio.

Peraltro, come l'evolversi della crisi ha dimostrato, gli investitori hanno spesso utilizzato i giudizi rilasciati dalle agenzie di *rating* (si tratta principalmente delle tre agenzie più note al mondo, ovvero Standards & Poor's, Moody's e Fitch Ratings) per scopi per i quali non sono stati progettati, per esempio come un *proxy advisor*, come garanzia di liquidità o per tamponare ogni rischio di mercato⁴⁷; non rendendosi conto, *in primis*, che spesso l'assenza di rischio di *default* dello strumento, può comunque lasciare spazio a un notevole rischio di mercato (ad esempio in termini di liquidità).

Un uso improprio dovuto, nella maggior parte dei casi, ad errate percezioni delle caratteristiche e delle limitazioni dei *rating*, e alla mancanza di familiarità con i presupposti e con i parametri che stanno alla base del meccanismo di tale giudizio⁴⁸. Quest'ultimo aspetto

⁴⁴ DARBELLAY, PARTNOY, *Credit Rating Agencies and Regulatory Reform*, in HILL, MCDONNELL (a cura di), *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2012, p. 273; AMTENBRINK, DE HAAN, *Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, in *Common Market Law Review* 46, 2009, p. 1917.

⁴⁵ CESR'S Second Report to the European Commission, *Role of Credit Rating Agencies in structured finance*, 2008, p. 25; KERWER, *Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies*, in *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, V. 18, No. 3, 2005, p. 460.

⁴⁶ LONG, *Congressional Whitepaper: Creating transparency and competition in the credit markets*, prepared for The Chairmen and Members of the Subcommittee on Securities and Insurance, Senate Banking Committee and the Subcommittee on Capital Markets, Insurance and GSEs, House Financial Services Committee, 15 January 2008, p. 13; FERRI, LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating tra crisi e rilancio della finanza globale*, Bologna, Il Mulino, 2009, p. 125-126.

⁴⁷ Così riconosciuto dal Trib. Novara, 23 giugno 2011 in *Foro padano* 2012, 2, I, 293. In letteratura internazionale si legga CHIU, *Regulating Credit Rating Agencies in the EU: In Search of a Coherent Regulatory Regime*, in *European Business Law Review*, V. 25, No. 2, 2014, p. 272.

⁴⁸ Per le Sezioni Unite del 19 dicembre 2007 n. 26725 - in *Mondo giurid.*, 2008, 102 – “la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione. In nessun caso, in difetto di previsione

probabilmente è stato anche dovuto al fatto che le agenzie di *rating* non hanno mai sentito uno sprono ad evidenziare adeguatamente i limiti delle loro valutazioni e che non sono intervenute per contenere lo sviluppo di equivoci che stavano prendendo piede sul mercato già diversi anni addietro⁴⁹; *in primis*, per esempio, quelli relativi alla maggiore volatilità tipica degli strumenti di finanza strutturata: infatti, essendo questa una delle caratteristiche predominanti di tali strumenti, naturalmente comporta una modifica dei presupposti chiave del modello (come, tra le altre, i rischi di *default* o la crescita prevista dei prezzi dei beni immobili oggetto di cartolarizzazione) che possono impattare notevolmente sul *rating*, il quale può subire - a sua volta - forti oscillazioni in lassi di tempo estremamente ridotti⁵⁰.

Invero, dal momento che le tre agenzie elencate sopra per molti anni si sono occupate esclusivamente di *rating* di debiti sovrani o di quelli di emissioni di azioni da parte di multinazionali, nel momento in cui hanno cominciato a rilasciare giudizi di *rating* sugli strumenti finanziari complessi (si pensi che oggi elaborano giudizi sulla maggior parte dei suddetti emessi in tutto il mondo), non hanno immediatamente adattato il modello sulla base del quale sviluppare il giudizio. Per molto tempo, dunque, hanno utilizzato modelli tarati sulla prospettiva degli ideatori e degli emittenti gli strumenti in questione: il conflitto di interessi (anche solo potenziale) nella strutturazione di tale meccanismo risulta evidente (se non altro per il fatto che le agenzie di *rating* sono società il cui servizio viene pagato da coloro che intendono immettere il prodotto finanziario sul mercato e non da coloro che acquistano lo stesso) e, ad ogni modo, in momenti di agitazione di mercato, anche i modelli creati con tutte le precauzioni del caso, diventano scarsamente attendibili in ragione delle numerose variabili che quella determinata fase presenta⁵¹. Peraltro vi è anche da dire che, in talune circostanze, la

normativa in tal senso, la violazione dei suaccennati doveri di comportamento può però determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, c. 1, c.c.". Sulla responsabilità derivante dalla circolazione di inesatte informazioni economiche si veda anche Cass. civ., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Giu. comm.*, 2006, 4, II, p. 626 con nota di SALODINI, *Obblighi informativi degli intermediari finanziari e risarcimento del danno. La Cassazione e l'interpretazione evolutiva della responsabilità precontrattuale*, ivi, pp. 632 ss. In dottrina si consultino VELLA, GHETTI, *Il rating nelle scelte di investimento dei gestori collettivi del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2016, I, pp. 762 ss.; SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, Cedam, 2011, p. 282; MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Analisi giur. econ.*, 2002, 1, pp. 226 ss.

⁴⁹ AMTENBRINK, DE HAAN, *Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, in *Common Market Law Review*, V. 46, No. 6, 2009, p. 1922.

⁵⁰ NEUBERGER, RISSI, *Macroprudential Banking Regulation: Does One Size Fit All?*, in *Journal of Banking and Financial Economics*, V. 1, No. 1, 2014, p. 4 ss.; MOLLERS, *Regulating Credit Rating Agencies: the new US and EU law-important steps or much ado about nothing?*, in *Capital Markets Law Journal*, V. 4, No. 4, 2009, p. 492; SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a risponderne*, in *Danno e Resp.*, 2013, 2, p. 177 ss.; CURRY, SHIBUT, *The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences*, in *FDIC Banking Review*, V. 13, No. 2, 2000, pp. 26 ss.

⁵¹ BEHN, HASELMANN, VIG, *The Limits of Model-Based Regulation*, ECB Working Paper n. 1928, 2016, p. 6; PLOSSER, SANTOS, *Banks' Incentives and the Quality of Internal Risk Models*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 704, 2014, pp. 3-4; SCANNELLA, *La catena del valore dell'intermediazione creditizia*

complessità degli strumenti finanziari che si intendono collocare sul mercato è talmente elevata che le agenzie e l'emittente hanno necessità di dover "dialogare" durante la strutturazione del prodotto e ciò può comportare che i modelli verranno spesso impostati dall'emittente stesso e l'agenzia svolgerà invece un ruolo di perfezionamento degli stessi (quindi non di creazione ed impostazione iniziale).

Un insieme di circostanze che ha frequentemente reso la situazione notevolmente complessa al punto da risultare addirittura poco chiaro agli investitori se tali *down-grades* fossero stati il risultato di modifiche alle metodologie di valutazione o alla qualità del credito delle attività sottostanti, o una combinazione di entrambi e ha comportato che, alle volte, il loro personale giudizio sull'opportunità di un investimento fosse sostituito completamente da quanto attestato dal giudizio di *rating*⁵².

Nonostante l'evidente importanza delle agenzie di *rating* nelle dinamiche degli investimenti finanziari, riflessioni giuridiche di un certo rilievo sul loro ruolo sono tutt'altro che risalenti. Queste, infatti, si sono accompagnate all'attenzione sulla qualità e quantità delle informazioni da loro fornite e sull'eventuale loro responsabilità per diffusione di giudizi imprecisi, inesatti ovvero espressi sulla base di informazioni errate o di *rating* forniti in ritardo⁵³; quindi, quando, a seguito della crisi e dei numerosi *defaults*⁵⁴, la loro affidabilità è stata messa in discussione.

nell'economia delle imprese bancarie. Profili di innovazione finanziaria, organizzativa e tecnologica, Milano, FrancoAngeli, 2011, p. 356 .

⁵² The Committee of European Securities Regulators, CESR's Second Report to the European Commission, *Role of Credit Rating Agencies in structured finance*, 2008, p. 28; ESME's Report to the European Commission, *Role of Credit Rating Agencies*, 2008, p. 13. Sulla adeguatezza informativa si consulti CAPOBIANCO, *I contratti bancari*, Torino, Utet, 2016, p. 1524 che si sofferma sul "passaggio dalla informazione come 'consiglio amichevole' (che, in ragione del brocardo consilii non fraudolenti nulla obligatio est, è produttiva sulla responsabilità per danni solo in caso di frode o dolo) alla informazione come servizio se non addirittura [...] alla informazione come elemento confluyente in un prodotto". Della stessa opinione GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 41; TACCANI, *Danno da informazione economica: sistema tedesco e sistema italiano a confronto*, in *Contatto impr. Europa*, 2001, 2, p. 724. In giurisprudenza Cass. civ., 6 gennaio 1984, n. 94 in *Resp. Civ. e Prev.*, 1984, 6, p. 674.

⁵³ FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contratto e Impr.*, 2012, 1, p. 183.

⁵⁴ Al riguardo, significativi sono i casi della c.d. "crisi dei mutui *subprime*", la vicenda *Lehmann Brothers* e quella Parmalat. Per ognuno di essi determinante è stato il ruolo delle agenzie di *rating*: per i mutui *subprime* c'erano state valutazioni positive sulle cartolarizzazioni dei mutui e la presa di coscienza del macroscopico errore avvenne con forte ritardo, quando i danni si erano già prodotti; nei casi della *Lehmann Brothers* e della Parmalat le principali agenzie di *rating* avevano espresso giudizi positivi in fase di classificazione dei *bond* emessi dalle due società a basso rischio. Così FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contratto e Impr.*, 2012, 1, p. 181. Per un ulteriore approfondimento giurisprudenziale si legga SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a risponderne*, in *Danno e Resp.*, 2013, 2, pp. 177 ss., il quale, commentando diverse decisioni (Cass. SS.UU., 22 maggio 2012, n. 8076, Trib. Milano, 1 luglio 2011, Trib. Roma, 17 gennaio 2012 e Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012), rileva che la Suprema Corte dichiara "[...] che l'azione proposta contro una società di *rating*, che non ha sede e non opera in Italia, per il risarcimento del danno conseguente all'ipotizzato errore nella valutazione di titoli finanziari acquistati fuori dal territorio nazionale, è sottratta all'ipotesi di giurisdizione del giudice italiano"; mentre, nelle decisioni di merito, con motivazioni

Il dibattito ha trovato spazio anche nelle corti, dove si è posto il problema della qualificazione giuridica dell'eventuale responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti dell'investitore. Sul punto è interessante ricordare una sentenza del Tribunale di Catanzaro⁵⁵, ove il giudice ha ritenuto insussistente un'ipotesi di responsabilità contrattuale per giudizio di *rating* sul presupposto che non possa ravvisarsi, neppure in fatto, un rapporto contrattuale tra investitore ed agenzia; secondo la corte, infatti, era opportuno, piuttosto, sondare la possibilità di ritenere l'agenzia di *rating* responsabile *ex art. 2043 c.c.* nei confronti dei terzi danneggiati per lesione dell'affidamento che gli investitori hanno riposto nella valutazione elaborata dall'agenzia sul merito creditizio⁵⁶. Nel testo della sentenza si effettua un esplicito richiamo agli artt. 164, c. 2, TUF, e 2409 c.c.: l'intento è quello di ricordare come il nostro ordinamento ha inteso tipizzare l'illecito dei revisori contabili nei confronti dei terzi, in modo da chiamare in ballo la responsabilità di un soggetto particolarmente qualificato per i danni cagionati dalle informazioni inesatte diffuse. A ciò si aggiunge che l'art. 94 TUF individua espressamente la fattispecie della c.d. "responsabilità da prospetto", prevedendo una responsabilità a carico dei vari soggetti responsabili delle informazioni contenute nel prospetto⁵⁷.

Nella parte motiva si legge che è onere dell'investitore "provare che, se la valutazione espressa dall'agenzia fosse stata corretta, sarebbe stato disincentivato e non avrebbe sottoscritto gli strumenti finanziari dell'emittente, ovvero non avrebbe mantenuto uno

diverse – mancanza di nesso causale, negligenza professionale non provata, mancanza del requisito dell'ingiustizia del danno – sia sempre esclusa la responsabilità civile delle agenzie di *rating*.

⁵⁵ Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, in *Resp. civ. e prev.*, 2012, 6, p. 2025, con nota di LAMPONI, *L'incerta* *esistenza di obblighi di informazione continuativa in capo all'intermediario: l'oscillazione dei valori dei titoli e della giurisprudenza di merito*, ivi, p. 2039, che afferma "se è vero che il *rating* rappresenta soltanto uno degli strumenti a disposizione per la stima del rischio connesso ai titoli negoziati sui mercati finanziari, è altrettanto vero che esso rimane pur sempre quello più affidabile e di facile comprensione".

⁵⁶ In merito alla tipizzazione della responsabilità da informazioni inesatte, occorre ricordare il § 676 del Bürgerliches Gesetzbuch' (BGB) - Codice civile tedesco – che afferma che "chi fornisce ad altri un consiglio o una raccomandazione non è tenuto a risarcire il danno conseguente, salva la eventuale responsabilità derivante da un rapporto contrattuale o da altro illecito" e l'art. 485 del Codice civile portoghese, ove si afferma che "1. Non si è responsabili di semplici consigli, raccomandazioni o informazioni anche se forniti con negligenza. 2. Tuttavia vi è obbligo di indennizzo quando esiste un obbligo giuridico di dare consigli, raccomandazioni o delle informazioni e si è agito con negligenza o con intenzione di arrecare danno o quando l'azione costituisce fatto punibile". Per approfondimenti si vedano SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações*, Coimbra, Almedina, p. 1989 e HEESCH, *Privatrechtliche Haftung für fehlerhafte Informationen. Eine Rechtsvergleichende Untersuchung am Beispiel des englischen Rechts*, Munster, Westfälische Wilhelms, 1982, che confronta la soluzione tedesca con quella di *common law*.

⁵⁷ GIUDICI, *Regolazione finanziaria ed esternalità del contratto: i contratti rivolti ai terzi*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2014, 1, reperibile su <http://www.rivistadellaregolazioneideimercati.it/index.php/saggi-fascicolo-1/paolo-giudici-regolazione-finanziaria-ed-esternalita-del-contratto-i-contratti-rivolti-ai-terzi>; GRECO, *La responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in *Resp. civ. e prev.*, 2013, 5, p. 1456; AFFERNI, *Responsabilità da prospetto: natura, danno risarcibile e nesso di causalità*, in *Danno e responsabilità*, 2011, 6, p. 626; Per approfondimento del contesto normativo ZANARDO, *La Suprema Corte si pronuncia sulla responsabilità "da prospetto"*, in *La Responsabilità Civile*, 2012, 11, p. 804.

strumento finanziario poi risultato negativo”. Inoltre, rispetto alla possibilità, in presenza di un progressivo deterioramento del *rating*, di ipotizzare un obbligo di vendere il titolo al fine di limitare le conseguenze dannose derivanti dall'illecito, viene precisato che a mente dell'art. 1227, c. 2, c.c., il danneggiato ha l'onere di adoperare l'ordinaria diligenza senza attività gravose o straordinarie. Diligenza da parametrare al tipo di investitore, posto che al soggetto professionale è richiesto un grado di diligenza decisamente più elevato rispetto a quello richiesto ad un investitore inesperto.

A dimostrazione della vivacità e dell'attualità del dibattito giurisprudenziale, si ritiene opportuno citare una decisione del tribunale di Roma⁵⁸ che, da un lato esclude la sussistenza di qualsivoglia rapporto contrattuale (o, comunque, generatore di obblighi tra l'investitore e le agenzie di *rating*; dall'altro, invece, afferma che la vera attività delle agenzie di *rating* consiste nella formulazione di “semplici pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una certa data”, ma non prevede anche la diffusione di “raccomandazioni ad acquistare, detenere o vendere determinati titoli”. In tal modo, quest'ultimo tribunale rimette all'investitore la scelta degli investimenti alla propria personale valutazione (e quindi, rischio), potendo tutt'al più fruire dei servizi di promotori finanziari.

Le suddette pronunce hanno costituito le ultime reazioni della giurisprudenza prima che il legislatore europeo intervenisse al fine di rendere omogenea la disciplina sulla responsabilità civile delle agenzie di *rating* tramite il Reg. (UE) n. 462/2013⁵⁹. La disciplina comunitaria ha tipizzato il danno causato agli investitori in ragione della attribuzione di *rating* errati sulla base di una responsabilità per negligenza professionale; nello specifico, le agenzie in questione possono essere ritenute colpevoli quando si riesce a dimostrare che le attività di preparazione e diffusione dei giudizi non vengono effettuate nel rispetto dei criteri della diligenza, prudenza e perizia, comportando ciò un giudizio non rappresentativo della situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente⁶⁰. Di converso, dunque, deve risultare sufficientemente evidente che, qualora il *rating* attribuito fosse stato corretto, l'investitore

⁵⁸ Trib. Roma, 17 gennaio 2012, in *Giur. comm.* 2013, 3, II, 462 con nota di PARMEGGIANI, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, ivi, pp. 474 e 486 e di SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a risponderne*, in *Danno e Resp.*, 2013, 2, pp. 186 ss .

⁵⁹ Commission of the European Communities, *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*, Brussels, 12 November 2008, reperibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:52008PC0704>.

⁶⁰ Trib. Roma, 27 marzo 2015, in *Soc.*, 2016, 4, p. 439 con nota di RISSO, *“Interferenze” tra diritto dell'UE e diritto nazionale nei casi di responsabilità civile delle agenzie di rating*, ivi, p. 449.

retail (discorso non riconducibile anche agli investitori professionali⁶¹) avrebbe effettuato scelte di investimento differenti.

1.3 Il principio del *Too Big Too Fail*: nascita ed evoluzione del fenomeno/teoria durante gli anni 2000.

La preoccupazione di gestire l'organizzazione e le attività di quelle istituzioni finanziarie c.d. "*Too Big Too Fail*" (TBTF) non è certo nuova in politica finanziaria, ma la gravità dell'ultima crisi economica e finanziaria – le cui principali questioni sono state individuate nei paragrafi precedenti - ha acceso un riflettore sulle stesse come non era mai accaduto in passato; preoccupazione che, peraltro, è stata amplificata certamente dalle dimensioni della crisi e dalla portata delle misure di settore adottate per evitare il fallimento di una miriade di istituzioni finanziarie di questo tipo.

Già nel 1991, il Congresso ha tentato di limitare il meccanismo del "*too big to fail*" che si stava diffondendo nella prassi, passando il *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act* (FDICIA), che ha cercato di frenare l'utilizzo dei fondi dei contribuenti per salvare istituzioni finanziarie in crisi. Il FDICIA prevedeva che il governo dovesse intervenire in una fase precedente rispetto al momento in cui l'istituto bancario aveva ormai superato il punto di non ritorno e, qualora questo non riuscisse, la FDIC avrebbe dovuto risolvere la questione attraverso strategie che generassero i costi più bassi possibili. Tuttavia, la normativa conteneva due lacune importanti: la prima esentava la FDIC da quanto appena detto se il Tesoro e la *Federal Reserve* decretavano che il fallimento di un determinato istituto potesse

⁶¹ L'approccio extracontrattuale sulla responsabilità, in ragione del *rating* di credito, di investimenti (ovvero, di rinvio ad investimenti) viene confermato anche dal Regolamento (UE) N. 462/2013 che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito, art. 35 *bis*: "Un investitore può chiedere il risarcimento dei danni ai sensi del presente articolo qualora provi di aver ragionevolmente riposto affidamento, in conformità dell'articolo 5 *bis*, paragrafo 1, o in ogni caso con la dovuta diligenza, su un *rating* del credito per assumere la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del *rating* del credito." In dottrina PRINCIPE, *Le agenzie di rating*, Quaderni di giurisprudenza Commerciale, Milano, Giuffrè, 2014, pp. 206 ss.; RISSO, *Investor Protection in Credit Rating Agencies' Non-Contractual Liability: the Need for a Fully Harmonised Regime*, in *European Law Review*, 2015, No. 5, pp. 714 ss.; SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a risponderne*, in *Danno e Resp.*, 2013, 2, p. 186; SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. e impr.*, 2011, p. 817; PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, *Giur. Comm.*, 2010, 1, I, p. 151; FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, Zanichelli, 2009, p. 335. In giurisprudenza Trib. Roma, 27 marzo 2015, in *Soc.*, 2016, 4, p. 439 con nota di RISSO, "*Interferenze*" tra diritto dell'UE e diritto nazionale nei casi di responsabilità civile delle agenzie di rating, *ivi*, p. 449; Trib. Ravenna, 14 febbraio 2012, in *Il Caso.it*, consultabile su www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/8236.pdf. Di diverso avviso Cass. civ., 25 maggio 2016, n. 10640 in *Diritto & Giustizia*, 24 maggio 2016.

creare un "rischio sistemico" nei mercati⁶²; la seconda prevedeva che la Federal Reserve potesse agire come risorsa di ultima istanza effettuando prestiti a banche d'investimento garantiti da titoli emessi proprio delle banche d'investimento. Questa seconda eccezione, in particolare, fu la risposta ad una preoccupazione sollevata da alcune banche di investimento di Wall Street (Goldman Sachs in *primis*) che mettevano in evidenza la riluttanza delle istituzioni ad aiutare le banche commerciali che “giocavano” sull'emissione di titoli basata su modelli di rischio estremamente elevati in periodi di distorsioni di mercato che possono prevedibilmente condurre ad una crisi⁶³.

Di fatto, quindi, la legislazione 1991 aveva inviato alle istituzioni finanziarie un messaggio contraddittorio: non si è troppo grande per fallire...fino a quando non si è troppo grandi per fallire. Così la possibilità di salvataggi per i colossi finanziari, di rilievo centrale anche per le istituzioni - nel settore bancario commerciale e ombra -, è rimasta una questione aperta fino alla successiva crisi, avvenuta circa 16 anni dopo⁶⁴.

Il culmine del problema, infatti, si è manifestato nel marzo 2008 con il controverso salvataggio di Bear Stearns⁶⁵, quando la *Federal Reserve* ne ha sostenuto l'acquisto da parte di JPMorgan Chase e successivamente - nel settembre 2008 - con la decisione delle autorità

⁶² ACHARYA, YORULMAZER, *Too many to fail—An analysis of time-inconsistency in bank closure policies*, in *Journal of Financial Intermediation*, V. 16, No. 1, 2007, p. 8. Per una rapida analisi della struttura della regolamentazione dell'attività bancaria negli Stati Uniti, si legga MISHKIN, EAKINS, FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, Milano, Pearson Italia, 2007, pp. 485 e 534.

⁶³ BLUNDELL-WIGNALL, ATKINSON, ROULET, *Bank business models and the Basel system: Complexity and interconnectedness*, in *OECD Journal of Financial Market Trends*, v. 2, 2013, pp. 115 ss.; BREWER, JAGTIANI, *How Much Did Banks Pay to Become Too-Big-to-Fail and to Become Systemically Important?*, in *Journal of Financial Services Research*, 2013, vol. 43, 1, pp. 1 ss.; POZEN, *Too Big to Save? How to Fix the U.S. Financial System*, Hoboken NJ, John Wiley & Sons, 2010, pp. 28-29; DUFFIE, *Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability*, Bank for International Settlements Working Papers n. 255, 2008, p. 14.

⁶⁴ ANDERSON, JOEVEE, *Bankers and bank investors: Reconsidering the economies of scale in banking*, London School of Economics, Financial Markets Group Discussion Paper n. 712, 2012, pp. 1 ss.; POZSAR., ADRIAN, ASHCRAFT, BOESKY, *Shadow banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports n. 458, 2010, p. 14; POSNER R.A., *A Failure of Capitalism. The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Cambridge MA, Harvard University Press, 2009, p.106.

⁶⁵ L'8 marzo 2008 a Wall Street si era innescata una situazione di grave e diffuso panico in seguito al crollo del titolo della banca d'affari Bear Stearns, che in una sola seduta aveva perso il 50% del suo valore. Ciò a seguito di voci, inizialmente smentite dai vertici dell'istituto; ma, di fronte al precipitare degli eventi, non poterono che essere gradualmente ammesse le difficoltà connesse principalmente a mancanza di liquidità. La crisi di Bear Stearns aveva iniziato a svilupparsi nel corso del 2007, quando due fondi speculativi del valore di miliardi di dollari gestiti dal colosso finanziario, che avevano scommesso sui mutui *subprime*, erano andati in sofferenza, innestando una catena di richieste di rimborso che aveva mandato in affanno l'istituto. Bear Stearns chiese l'aiuto di JP Morgan e della Federal Reserve, le quali decisero di concedere un finanziamento con scadenza 28 giorni “*non recourse back to back*”, cioè denaro che il prestatore perde in caso di insolvenza di chi lo riceve. Di fronte alla impossibilità da parte della banca d'affari di restituire il prestito ricevuto e a seguito delle pressioni esercitate dalla FED e dal Dipartimento del Tesoro USA, alla fine JPM acquisì la Bear Stearns, in un contesto di gravi polemiche che influenzarono negativamente il comportamento delle autorità monetarie e finanziarie nella successiva vicenda della Lehman Brothers, che portò all'esplosione della crisi finanziaria di portata mondiale.

americane di lasciar invece fallire la banca d'affari Lehman Brothers, fallimento che, a sua volta, si ripercosse con una sequenza di perturbazioni e crolli su altre istituzioni finanziarie⁶⁶.

Il 10 ottobre 2008, poche settimane dopo il crollo della Lehman Brothers, i ministri delle finanze e i governatori delle banche centrali dei paesi parte del G-7, incontrandosi a Washington, DC, ritennero opportuno intraprendere un'azione decisiva ed attivare tutti i meccanismi a loro disposizione per sostenere le istituzioni finanziarie di importanza sistemica e prevenire il loro fallimento. Tale posizione è stata avallata anche sul versante europeo poco più tardi, quando il Consiglio⁶⁷ dichiarò espressamente che gli Stati membri avrebbero profuso il loro impegno per adottare tutte le misure necessarie per preservare la stabilità del sistema finanziario, per sostenere le principali istituzioni finanziarie, per evitare potenziali fallimenti e per proteggere i depositi dei risparmiatori, aggiungendo che misure a sostegno delle istituzioni finanziarie in difficoltà sarebbero andate di pari passo con misure per proteggere i contribuenti, per garantire la responsabilità da parte di dirigenti e azionisti di maggioranza e per tutelare gli interessi legittimi degli altri operatori del mercato.

Invero, in primo luogo, tali istituzioni esacerbano il rischio sistemico alleggerendo molti degli incentivi utilizzati per gestire in via prudenziale i rischi e arrivano finanche a creare livelli di passività tali da poter potenzialmente far entrare in crisi gli stessi governi, minacciando la loro sostenibilità finanziaria⁶⁸; le vicende che hanno visto protagoniste l'Islanda, nel 2008-09, e Irlanda, nel 2010, costituiscono degli esempi emblematici. Nello specifico, la seconda, nel novembre del 2010, ha approvato un pacchetto di salvataggio di € 85 miliardi, più di 40% dei quali utilizzati per l'immediata ricapitalizzazione delle banche e, più in generale, a supporto del sistema bancario.

In secondo luogo, le istituzioni TBTF falsano la concorrenza. Secondo l'agenzia di *rating* Moody's, le più grandi cinquanta banche al mondo, nel 2009, hanno beneficiato di un vantaggio di tre punti nel *rating* del loro credito e tale incremento è stato almeno in parte dovuto ai finanziamenti ottenuti in via straordinaria da parte dei governi di competenza⁶⁹. A tal proposito può risultare interessante segnalare che le banche americane con un patrimonio

⁶⁶ LANNOO, NAPOLI, *Bank State Aid in the Financial Crisis: Fragmentation or level playing field?*, CEPS Task Force Report, Brussels, Centre for European Policy Studies, 2010, pp. 41 ss.

⁶⁷ Consiglio dell'Unione Europea, Doc. 14368/08, Bruxelles, 15-16 ottobre, 2008.

⁶⁸ ANGELINI, *Macroprudential policies: a discussion of the main issues*, Banca d'Italia, Occasional Paper n. 271, 2015, p. 22; HALDANE, *The \$100 Billion Question*, Speech to Institute of Regulation and Risk, Hong Kong, March 2010, reperibile su <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/news/2010/036.pdf>; STERN, FELDMAN, *Too Big To Fail: The Hazards of Bank Bailouts*, Washington, Brookings Institution, 2004, p. 87 ss.

⁶⁹ BIS Bank for International Settlements, *80th BIS Annual Report. 1 April 2009–31 March 2010*, 28 giugno 2010, p. 79.

di più di \$ 100 miliardi riescono ad ottenere finanziamenti con percentuali di tassi di interesse estremamente più vantaggiosi rispetto alle banche più piccole. E non può ritenersi casuale che le banche di maggiori dimensioni hanno ricevuto la parte preponderante dell'intervento statale: le prime 145 banche al mondo con beni per un valore di oltre \$ 100 miliardi ognuno hanno ottenuto più del 90% dei finanziamenti da parte dei propri governi a partire dall'inizio della crisi⁷⁰.

In terzo luogo, tale tipo di approccio da parte dei governi nei confronti delle istituzioni TBTF abbassa la fiducia del pubblico nella virtuosità del sistema e altera il quadro delle responsabilità che dovrebbe caratterizzare le economie capitalistiche: infatti, quando il meccanismo delle istituzioni TBTF si riduce alla “socializzazione” delle perdite ed alla “privatizzazione” dei guadagni, tutto ciò viene percepito come una minaccia non solo per la stabilità finanziaria del paese, ma anche per quella dei singoli investitori⁷¹.

Da allora molti *leader* politici hanno spesso sottolineato l'importanza delle istituzioni TBTF⁷²; per esempio, il Governatore della Banca d'Inghilterra, nel giugno del 2009, ha affermato che se alcune banche sono ritenute troppo grandi per fallire, allora vanno considerate semplicemente troppo grandi⁷³; in sostanza la proprietà e la gestione privata di tali istituzioni risulta fuori luogo in un'economia di mercato⁷⁴.

L'allora presidente della *US Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), Sheila Bair, proprio nel 2009 affermava che il problema delle istituzioni TBTF è in cima alla lista di quei

⁷⁰ HALDANE, *The \$100 Billion Question*, Speech to Institute of Regulation and Risk, Hong Kong, March 2010.

⁷¹ Tra gli altri, JOHNSON, KWAK, *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, New York, Pantheon Books, 2010, p. 175.

⁷² Il 27 giugno 2010, Mario Draghi, Presidente in carica del *Financial Stability Board* – in cui i paesi del G20 sono rappresentati sia dai propri governi che dalle rispettive banche centrali -, pubblicò, destinati ai partecipanti del G20 di Toronto, una *Cover letter*, che elencava cinque principi fondamentali per ridurre i rischi associati alle istituzioni finanziarie TBTF, un *Interim report to G20 Leader*, intitolato *Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institution*, e un *Overview of progress* sull'attuazione delle raccomandazioni del G20 per rafforzare la stabilità finanziaria, consultabili su www.fsb.org/wp-content/uploads/pr_100627.pdf. Inoltre, può essere interessante la lettura di LABONTE, *Systemically Important or “Too Big to Fail” Financial Institutions*, Congressional Research Service Report. 26 maggio 2017, pp. 10 ss. reperibile su <https://fas.org/sgp/crs/misc/R42150.pdf>; BARTH, PRABHA, SWAGEL, *Just how big is the too-big-to-fail problem?*, Santa Monica CA, Milken Institute, 2012, p. 28; DIAMOND, *‘Too big to fail’ is still a threat to the financial system*, in *Financial Times*, 15 settembre 2013, reperibile su <https://www.ft.com/content/1d8921f4-1c8d-11e3-a8a3-00144feab7de?mhq5j=e2>; LABATON, *Trying to Rein In ‘Too Big to Fail’ Institutions*, in *New York Times*, 25 ottobre 2009 reperibile su <http://www.nytimes.com/2009/10/26/business/economy/26big.html>.

⁷³ ROSENBLUM, *Choosing the Road to Prosperity: Why We Must End Too Big to Fail—Now*, Federal Reserve Bank of Dallas, presentazione al *Dallas Fed 2011 Annual Report*, 1 maggio 2012; KING M., *Speech at the Lord Mayor’s Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House*, Londra, 17 giugno 2009.

⁷⁴ DAVIES, TRACEY, *Too big to be efficient? The impact of implicit funding subsidies on scale economies in banking*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, Supplement to Vol. 46, No. 1, 2014, pp. 219 ss.

meccanismi che devono essere disinnescati: infatti, ha contribuito a creare la crisi e si è autoalimentato nel corso della stessa⁷⁵.

Il Presidente della *Federal Reserve* americana, Ben Bernanke, testimoniando dinanzi alla Commissione di inchiesta sulla crisi finanziaria, ha affermato che se la crisi ci ha insegnato anche solo un'unica lezione, questa è che le istituzioni TBTF costituiscono un problema che deve essere necessariamente risolto⁷⁶.

Alcune iniziative sono state adottate fin dall'inizio della crisi per affrontare il problema delle istituzioni TBTF, soprattutto attraverso l'introduzione, in alcuni casi, e la riforma in altri, di regimi speciali di ristrutturazione dei debiti che fornirebbero un'alternativa alle procedure ordinarie di insolvenza per le istituzioni finanziarie, senza però alcuna garanzia di riuscita⁷⁷.

La complessità della questione e la persistente rilevanza sul panorama internazionale sono stati evidenziati nella relazione frutto dei lavori del vertice di G-20 tenutosi a Seoul nel 2010, dove il *Financial Stability Board* si è concentrato sull'opportunità di intervenire sull'accordo di Basilea III ed in particolare sulla possibile imposizione di una maggiorazione di capitale sulle "istituzioni finanziarie sistemicamente importanti" (SIFIs), ovvero quelle imprese finanziarie il cui fallimento rischierebbe di creare instabilità a livello di sistema⁷⁸.

⁷⁵ TOARNA, COJANU, *The 2008 Crisis: Causes and Future Direction for the Academic Research*, in *Procedia Economics and Finance*, V. 27, 2015, p. 390; GOLDSTEIN, VERON, *Too Big to Fail The Transatlantic Debate*, Bruegel Working Paper No. 3, 2011, pp. 5 ss.; CHO, *Banks "Too Big to Fail" Have Grown Even Bigger*, Washington Post, 28 Agosto 2009, reperibile su <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/08/27/AR2009082704193.html>, che riporta l'affermazione di Sheila C. Bair, nel 2009 Presidente della Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), sul problema TBTF: "It is at the top of the list of things that need to be fixed. It fed the crisis, and it has gotten worse because of the crisis".

⁷⁶ BERNANKE, *Testimony before the US Financial Crisis Inquiry Commission*, Washington, 2 settembre 2010, consultabile su www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.pdf.

⁷⁷ GOLDSTEIN, *Integrating Reform of Financial Regulation with Reform of the International Monetary System*, paper presentato alla *Reshaping Global Economic Governance and the Role of Asia in the Group of Twenty (G20)*, Seoul, 26-27 ottobre, 2010, pp. 17 ss.

⁷⁸ Basel Committee on Banking Supervision BCBS, *Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards*, BCBS Press Release, 12 settembre 2010; Basel Committee on Banking Supervision BCBS, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Bank for International Settlements, December 2010 (rev June 2011). In dottrina MARTYNOVA, *Effect of bank capital requirements on economic growth: a survey*, De Nederlandsche Bank, Working Paper n. 467, 2015, pp. 2-3; BONGINI, NIERI, PELAGATTI, *The importance of being systemically important financial institutions*, in *Journal of Banking & Finance*, 2015, 50, p. 564; GOBAT, YANASE, MALONEY, *The Net Stable Funding Ratio: Impact and Issues for Consideration*, International Monetary Fund Working Paper n. 106, 2014, p. 15 ss.; KING, *The Basel III Net Stable Funding Ratio and bank net interest margins*, in *Journal of Banking & Finance*, V. 37, No. 11, 2013, p. 4154; HARTLAGE, *The Basel III Liquidity Coverage Ratio and Financial Stability*, in *Michigan Law Review*, V. 111, No. 103, 2012, pp. 459-460. Per una valutazione dei costi - sia *in itinere* che a lungo termine - dei nuovi *standard* normativi individuati da Basilea III relativamente ai requisiti di liquidità e patrimoniali, si legga LOCARNO, *The macroeconomic impact of Basel III on the Italian economy*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers n. 88, 2011 che, a seguito di uno studio su dati di Banca d'Italia ed Eurosystem, afferma "The maximum GDP loss occurs around nine years after the beginning of the transition period; thereafter, output slowly recovers and by the end of 2022 it is above the baseline value. Compliance with the new liquidity standards also has a small effect on output. The above estimates suggest that the economic costs of stronger capital and liquidity requirements are small and become negligible if compared

A tal proposito, una differenza dirimente tra gli Stati Uniti d'America e l'Unione europea è l'approccio ai possibili fallimenti bancari ed è principalmente dovuta al fatto che le banche giocano un ruolo molto più grande nell'intermediazione finanziaria rispetto agli Stati Uniti. L'*Institute of International Finance* ha calcolato che, a partire da fine 2009, le banche statunitensi hanno rappresentato solo il 24% dell'intermediazione creditizia del paese, contro il 74% nell'area euro⁷⁹. Molti servizi finanziari che negli Stati Uniti sono forniti da imprese finanziarie, quali l'*assets management*, il *broker-dealing* e specifiche operazioni di finanza strutturata, nell'Unione europea vengono per lo più effettuati da istituti bancari⁸⁰.

Ciò ha contribuito allo sviluppo di approcci sostanzialmente differenti in termini di regolamentazione. Infatti, la storia dimostra che gli Stati Uniti sono più tolleranti verso la possibilità di un'insolvenza rispetto alla maggior parte delle culture europee, e che il fallimento di un ente negli Stati Uniti, almeno quando applicato alle società non finanziarie, avviene in un ambiente comparativamente più protettivo nei confronti di dirigenti aziendali e dipendenti rispetto alla maggior parte delle controparti europee⁸¹.

Inoltre, un fattore che accentua ulteriormente la divergenza è costituito dalla differenza dei sistemi politici, che conduce evidentemente ad adottare diversi processi decisionali. La legislazione bancaria e di diritto finanziario negli Stati Uniti è sostanzialmente federale e trova applicazione uniforme su tutto il territorio (con alcune eccezioni, come il campo assicurativo). Nell'Unione Europea, invece, la regolamentazione bancaria e finanziaria è di derivazione comunitaria, ma il recepimento nei singoli Paesi non conduce sempre a risultati uniformi (le materie del diritto fallimentare e fiscale sono esempi calzanti; ma la stessa disciplina sull'intermediazione finanziaria ha riscontrato non poche difficoltà nella fase di recepimento)⁸². A ciò vanno aggiunte le diversità culturali radicate nei singoli Paesi che fanno sì che una medesima regolamentazione, seppur frutto di interazione e confronto a livello

with the potential benefits that can be reaped from reducing the frequency of systemic crises and the amplitude of boom-bust cycles”.

⁷⁹ European Banking Federation, *Banking Sector - Facts & figures 2010*.

⁸⁰ AYADI, ARBAK, DE GROEN, *Regulation of European banks and business models: Towards a new paradigm?*, Centre for European Policy Studies, 2012, xxx.

⁸¹ GOODHART, *How should we regulate the financial sector?*, in TURNER and others, *THE Future of finance And the theory that underpins it*, Chapter 5, London School of Economics and Political Scienc, LSE Report, pp. 165 ss.

⁸² DEWATRIPONT, TIROLE, *Macroeconomic Shocks and Banking Regulation*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, Supplement to Vol. 44, No. 2, 2012, pp. 237 ss.; DEWATRIPONT, TIROLE, *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge MA, Mit Press, 1994, *passim*; DERMINE, *European Banking in the 1990s*, Cambridge MA, Wiley-Blackwell, 2 ed., 1993, p. xxx.

comunitario, non possa risultare efficace in maniera omogenea in tutti gli ambienti legislativi nazionali⁸³.

V'è anche da dire che la differenza strutturale di governo che caratterizza gli Stati Uniti e l'Unione Europea fa sì che le banche con sede in uno dei Paesi membri siano di base più propense all'internazionalizzazione e alla cooperazione transfrontaliera (per lo meno all'interno dell'Unione); ciò ha implicato che il dibattito sulle istituzioni TBTF ha assunto sin da subito una dimensione più allargata e di ampio respiro rispetto a quello americano e la discussione sulla dimensione transnazionale della politica di stabilità finanziaria, per anni, ha avuto come baricentro la questione TBTF.

Una conseguenza è che, nonostante il consolidamento di numerosi istituti finanziari che ha avuto luogo negli Stati Uniti negli ultimi anni, le banche con sede nell'Unione Europea rimangono comunque più grandi, soprattutto se il paragone viene effettuato in termini di *assets*. Uno studio svolto da IFSL - *International Financial Services London* - evidenzia, sul ventaglio delle 1.000 più grandi banche mondiali nel 2008-09, che le banche europee possedevano una ammontare di *assets* del 56% circa del PIL, contro il 13% delle banche americane e 14% delle banche asiatiche⁸⁴. Ciò, di conseguenza, comporta anche che dal punto di vista della valutazione del PIL dei paesi europei e degli Stati Uniti, proporzionalmente gli istituti bancari europei (e, in particolare, i gruppi) risultano di dimensioni ancora maggiori, facendo sì che - a parità di dimensioni - si dia luogo ad una disparità di trattamento, anche se effettivamente a livello globale assumono un'importanza decisamente inferiore.

Nel 2016, come è evidenziato nella tabella sottostante, gli istituti bancari di maggiore dimensione hanno la propria sede in Cina; otto, tra i primi trantacinque, nell'Unione Europea. L'Italia è presente solo al trentunesimo posto con Unicredit. La parte restante del *ranking* è occupata da banche americane (sei), inglesi (quattro), canadesi (uno) e svizzere (uno). Rispetto al 2009 si può rilevare la impressionante crescita degli istituti del "gigante asiatico" e il ridimensionamento di quelle del Vecchio Continente, un segnale della variazione degli equilibri economici e finanziari a livello mondiale⁸⁵.

⁸³ TONVERONACHI, *L'unione bancaria europea. Di nuovo un disegno istituzionale incompleto*, in *Moneta e Credito*, V. 66, No. 264, 2013, p. 398; MACCHIA, *L'architettura europea dell'unione bancaria tra tecnica e politica*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 2015, 6, pp. 1592 e 1603.

⁸⁴ IFSL, *Banking 2010*, International Financial Services London, 2010. Sheep and goats: American banks have recovered well; many ...
www.economist.com/.../21721502-most-european-banks-were-...

06 mag 2017 - The recapitalisation of Europe's banks has been as gradual as that of America's ... So far this year Deutsche Bank and UniCredit, the biggest lenders in ... or small), a group that accounts for 80% of the area's banking assets. Asia's share also grew, but Europe's shrank to 22% in 2016 from 36% in 2007

⁸⁵ S&P Global Market Intelligence, *The world's 100 largest banks*, 2017 reperibile su <http://pages.marketintelligence.spglobal.com/Global-Bank-Rankings-Request.html>.

Classifica banche mondiali per totale dell'attivo

Classifica 2016	Banca	Paese	Assets in miliardi di USD	
16	1	Industrial & Commercial Bank of China	Cina	3.473,24
18	2	China Construction Bank Corp	Cina	3.016,58
20	3	Agricultural Bank of China	Cina	2.816,04
21	4	Bank of China	Cina	2.604,30
	5	Mitsubishi UFJ Financial Group	Giappone	2.599,56
	6	JPMorgan Chase & Co	USA	2.490,97
	7	HSBC Holdings	UK	2.374,03
4	8	BNP Paribas	Francia	2.190,42
	9	Bank of America	USA	2.187,70
	10	Wells Fargo	USA	1.930,12
	11	Credit Agricole Group	Francia	1.816,97
	12	Japan Post Bank	Giappone	1.802,00
	13	Citigroup Inc	USA	1.790,68
	14	Mizuho Financial Group	Giappone	1.752,19
2	15	Deutsche Bank	Germania	1.675,69
	16	Sumitomo Mitsui Financial Group	Giappone	1.648,66
3	17	Barclays PLC	UK	1.495,84
	18	Societe Generale	Francia	1.453,91
	19	Banco Santander	Spagna	1.413,68
	20	Groupe BPCE	Francia	1.302,72
	21	Bank of Communications	Cina	1.209,18
	22	Postal Savings Bank of Cina	Cina	1.189,38
	23	Lloyds Banking Group	UK	1.010,12
1	24	Royal Bank of Scotland Group	UK	986,48
	25	Norinchin Bank	Giappone	981,10
	26	Toronto-Dominion Bank	Canada	928,69
	27	UBS Group AG	Svizzera	920,11
	28	Bank of Canada	Canada	892,43
	29	ING Groep NV	Olanda	891,25
	30	Industrial Bank	Cina	972,10
	31	UniCredit S.p.A.	Italia	863,48
	32	Goldman Sachs Group	USA	860,17
	33	China Merchants Bank	Cina	855,07
	34	China CITIC Bank	Cina	854,54
	35	China Minsheng Banking	USA	848,39

Fonte: S&P Global Market Intelligence. *The world's 100 largest banks, April 2017.*

1.4 Strumenti derivati: funzioni ed eterogenesi dei fini

A partire dal 2005, il mercato dei derivati *over the counter*⁸⁶ si è quadruplicato. Invero, nonostante gli avvertimenti e i rischi più volte sollevati – tra gli altri - da Brooksley Born (si riferiva in particolare ad un'esplosione di mutui *sub-prime* e cartolarizzazioni; ad un'impennata dei prezzi degli immobili; ad una diffusa prassi di prestiti a tassi di interesse predatori; agli “*short-term repos*”; alle istituzioni finanziarie che creavano, compravano e vendevano titoli che non avevano mai effettivamente esaminato o che era palese che fossero

⁸⁶ Ovvero mercati decentralizzati, i quali non hanno una collocazione fisica e non sono soggetti ad una regolamentazione specifica, ma funzionano tramite posta elettronica o altri sistemi di *trading* elettronici. Il mercato *Over the Counter* (OTC) e il “mercato di scambio” sono i due modi di base di organizzazione dei mercati finanziari.

“fallati”)⁸⁷, gli investitori riuscivano ad acquistare una vasta gamma di nuovi prodotti finanziari, dai “*credit default swaps*”⁸⁸ alle “*synthetic collateralized debt obligations*”.

⁸⁷ Brooksley Born, avvocato americano, la quale ha sempre lavorato nell’ambito della finanza, dal 1996 al 1999 è stata presidente della *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), l’agenzia governativa federale che si occupa di monitorare e supervisionare principalmente i *futures* e i contratti di opzione tipici dei mercati finanziari. Nello specifico, l’Avv. Born era membro del Gruppo di Lavoro sui mercati finanziari che faceva direttamente capo al Presidente e il Comitato tecnico della *International Organization of Securities Commissions*. Le sue indubbie competenze nel campo della finanza furono riconosciute quando – nel 2009 - le venne conferito come presidente della CFTC per aver richiamato l’attenzione della classe politica affinché il mercato dei derivati *over the counter* venisse regolamentato e soggetto a supervisione federale (sottolineò molte volte che gli strumenti derivati prendono il loro nome dal fatto che il loro valore deriva da determinati tipi di fluttuazioni, come, per esempio i tassi di interesse o quello di cambio con valute straniere). Nella sua ottica, la mancata regolamentazione di tale mercato sarebbe stata di lì a poco una delle principali cause di una crisi finanziaria. Considerando, ad esempio, lo *swap*, ovvero lo strumento derivato per eccellenza, questo venne venduto per molti anni come una sorta di assicurazione: infatti, l’assicurato paga un “premio” come fonte di protezione qualora si dovesse verificare l’ipotesi in cui in qualità di creditore non riesca a rientrare del prestito effettuato e l’assicuratore accetta di trasferire a quest’ultimo la somma perduta, in cambio del suddetto “premio”. Con tale meccanismo, il c.d. mercato del *credit default swaps* – con un valore stimato di circa \$ 45 trilioni - ha contribuito ad alimentare il *boom* di stipula di contratti di ipoteca, consentendo ai finanziatori di generare un numero di prestiti sempre maggiore, ma anche margini di rischio sempre più elevati. E, proprio in ragione dell’assenza di regolamentazione, non era assolutamente certo che ciascuna parte fosse in grado di pagare quanto promesso. Il meccanismo appena descritto si è amplificato negli anni, complice anche una forte opacità dei rapporti di intermediazione finanziaria e di previsione di eventuali responsabilità, così come previsto dall’Avv. Born nel 1990, quando presentò una proposta di regolamentazione che, tuttavia, ottenne un parere decisamente contrario da parte dell’amministrazione Clinton, così come pure dai membri del Congresso e da diversi lobbisti attivi in quell’epoca. Le ragioni alla base di una così forte avversione risiedevano nel fatto che l’economia era in una fase positiva e la crescita dei derivati era stata considerata un segno di innovazione della finanza americana, nonché una dimostrazione dei vantaggi della deregolamentazione. Per tutte queste ragioni, gli strumenti derivati venivano all’epoca considerati come una preziosa fonte di guadagno sempre crescente negli ambienti di Wall Street, dove il loro acquisto veniva diffusamente suggerito ad ogni possibile acquirente. In definitiva, l’amministrazione dell’epoca riuscì ad accantonare le iniziative lungimiranti dell’Avv. Born, bandendo alla CFTC qualsiasi potere di proposta legislativa o regolamentare.

⁸⁸ Il *Credit Default Swap* è un contratto di assicurazione che prevede il pagamento di un premio periodico in cambio di un pagamento di protezione nel caso di fallimento di un’azienda di riferimento; il CDS è il più comune tra i derivati creditizi, è classificato come strumento di copertura e ha la funzione di trasferire il rischio di credito di un investitore che vanta un credito nei confronti di una controparte debitrice ad un soggetto terzo, definito *protection seller*, disposto ad accollarsi il rischio del mancato pagamento in cambio di un premio. Il CDS, come tutti i derivati, può essere usato a fini speculativi. Per approfondimenti dottrinali e sugli ultimi interventi giurisprudenziali si leggano GIUDICI, *Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati*, nota a Collegio arbitrale, 23 settembre 2015, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, 4, II, pp. 501 ss.; MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 4, pp. 1096 ss.; CAPUTO NASSETTI, *Fair value e fair price nei contratti derivati*, nota a Collegio arbitrale, 4 luglio 2013, in *Giur. Comm.*, 2015, 2, II, pp. 337 ss.; SCIPIONE, *Le distorsioni strutturali dei credit default swap e il rischio di controparte. Ripercussioni sulla stabilità dei mercati e spunti per una revisione normativa*, in *Dir. banca e del mercato finanziario*, 2016, 2, I, pp. 279 ss.; HOWELL, *Regulatory Intervention in the European Sovereign Credit Default Swap Market*, in *European Business Organization Law Review*, V. 17, No. 3, 2016, pp. 319 ss.; SARDO, *Natura e causa del contratto di interest rate swap*, nota a App. Milano, 18 settembre 2013, Trib. Torino, 19 gennaio 2014 e Trib. Torino, 18 aprile 2014, in *Corr. giur.*, 2015, 1, pp. 30 ss.; CAPUTO NASSETTI, *Un salto indietro di trent’anni: “swap uguale scommessa”!*, nota a App. Milano, 18 settembre 2013, in *Giur. comm.*, 2014, 2, II, pp. 277 ss.; BALLERINI, *Struttura e causa dell’interest rate swap nella recente evoluzione giurisprudenziale*, nota a Trib. Ravenna, 8 luglio 2013 e App. Milano, 18 settembre 2013, in *N. giur. civ. comm.*, 2014, 3, I, pp. 206 ss.; DE BELLIS, *I poteri di intervento dell’Esma sulle vendite allo scoperto*, nota a Corte di giustizia dell’Unione europea, 22 gennaio 2014, causa C-270/12, in *Giorn. dir. amm.*, 2014, 7, pp. 689 ss.; GALLONE, *I contratti derivati: “known knowns vs. unknow unknowns”*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, 4, pp. 603-604; MAFFEIS, *La causa del contratto di swap e i costi impliciti*, nota a Trib. Monza, 17 luglio 2012 in *Riv. Dir. Bancario* in www.dirittobancario.it, febbraio 2013 reperibile su http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/maffeis_d.causa_del_contratto_di_interest_rate_swap_e_costi_impliciti2013.pdf; CALZOLARI, *I contratti di interest rate swap*, in *Soc.*, 2013, 12, pp. 1371 ss.; GILOTTA,

Tale tipo di trattative avveniva in assenza di un'autorità che fosse responsabile e competente delle stesse o delle banche e delle imprese che li commerciavano⁸⁹. Di fatto, i derivati non erano altro che una ulteriore e diversa forma di assunzione di rischio: potevano risultare uno strumento utile per le società che necessitavano di assicurare il rischio di alcuni investimenti; o per proteggere le banche dal rischio di fallimento dei clienti di importanti dimensioni; o per tutelare attività di importazione ed esportazione da repentine oscillazioni del tasso di cambio.

Come è facile dedurre, quindi, i derivati risultavano essere uno strumento di bilanciamento e riequilibrio del sistema finanziario, alleggerendo, diversificando e rimodulando il rischio per le singole imprese e per il mercato in generale. Inoltre, risultava anche difficile addebitare qualsiasi possibilità di ulteriori crisi economiche a questo tipo di strumenti, dal momento che queste ultime si erano ripetutamente verificate nel corso dei decenni precedenti, quando l'utilizzo dei derivati non era così diffuso (e, in taluni periodi, era addirittura nullo). Il sistema bancario puro e semplice, infatti, era risultato sufficientemente rischioso e i derivati non potevano che ridurre almeno parte di tale rischio.

D'altro canto, però, questo tipo di strumento portava con sé anche degli ulteriori e diversi rischi che non potevano e non dovevano essere sottovalutati. Infatti, nel momento in cui un investitore sottoscriveva un prestito, qualora fosse in possesso di sufficiente garanzia che lo stesso sarebbe stato tutelato dal rischio di perdite, tendeva ad aumentare l'importo del detto prestito, non realizzando che spesso gli strumenti che sottoscriveva comportavano delle leve finanziarie che rendevano l'investimento naturalmente più rischioso.

Nel contempo, ad aggravare la situazione, vi era anche il fatto che le imprese non avevano l'obbligo di accantonare alcuna somma di denaro per effettuare investimenti in strumenti ad alto rischio e, apparentemente, gli operatori di mercato riuscivano a fidarsi lo stesso. Il che implicava, di fatto, una impossibilità di ripianare le perdite, qualora quel tipo di investimento non andasse a buon fine.

In tema di interest rate swap, in *Giur. Comm.*, 2007, 1, II, pp. 134 ss. Per approfondimenti sulla regolamentazione statunitense dei contratti *swap* si leggano LI, ABRAHAM, CAI, *Infrastructure financing with project bond and credit default swap under public-private partnerships*, in *International Journal of Project Management*, V. 35, No. 3, 2017, pp. 406 ss.; GILOTTA, *The Regulation of Outsider Trading in EU and the US*, in *European Company and Financial Law Review*, V. 13, No. 4, 2016, pp. 631 ss.; STOUT, *Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*, in *Harvard Business Law Review*, V. 1, 2011, pp. 1 ss.; VINK, THIBEAULT, *ABS, MBS and CDO Compared: an Empirical Analysis*, in *The Journal of Structured Finance*, Vol. 14, No. 2, 2008, pp. 27 ss.

⁸⁹ Cfr. DUNBAR, *The devil's derivatives: the untold story of the slick traders and hapless regulators who almost blew up wall street . . . an are ready to do it again*, Cambridge MA, Harvard Business Review Press, 2011; MOLLERS, *Regulating Credit Rating Agencies: the new US and EU law-important steps or much ado about nothing?*, in *Capital Markets Law Journal*, V. 4, No. 4, 2009, p. 492.

E il punto che rileva sottolineare ai fini di questa trattazione è che gli esperti non erano in grado di valutare le reazioni della maggior parte degli strumenti derivati in momenti di crisi. Invero, molti di questi prodotti erano stati venduti in larga quantità sul mercato in un periodo di stabilità e certamente questo aveva contribuito a creare un'eccessiva sicurezza da parte degli operatori del mercato (in particolare delle imprese): ciò inevitabilmente avrebbe potuto condurli a fidarsi di avere patrimoni ben garantiti e tutelati da eventuali crisi ed oscillazioni di mercato, quando in realtà la loro copertura non risultava così solida. Infatti, ci si trovava in un mercato con migliaia di singoli investitori i quali sottoscrivevano quotidianamente un numero considerevole di contratti e, al contempo, una scarsissima capacità da parte delle autorità di monitorare l'andamento del mercato e, soprattutto, le sue debolezze e maggiori rischiosità. Milioni di sottoscrizioni che non avrebbero avuto particolare rilievo fino all'esplosione della crisi del 2008. Invero, in generale la sottoscrizione di strumenti derivati rese più difficile per le singole imprese appurare il loro stato di difficoltà (quale esposizione debitoria avessero, quali dei contratti sottoscritti avevano delle garanzie solide e quali no). A ciò va aggiunto che, in ragione della mancanza di qualsiasi controllo o regolamentazione dei mercati, ci volle non poco tempo per appurare lo stato complessivo del mercato: negoziazioni e sottoscrizioni di contratti rimasero pendenti e non confermati per mesi e si appurò che i sottoscrittori in molti casi li avevano ceduti senza neanche notificare la cessione alla controparte; il tutto naturalmente, in un periodo di crisi, non può che far altro che alimentare il panico.

A Wall Street, dove molti di questi prestiti sono stati confezionati in titoli e venduti agli investitori su scala mondiale, è stato coniato un nuovo termine: IBGYBG, " *'ll be gone, you'll be gone*"; si faceva riferimento alle transazioni che facevano ottenere grandi guadagni sia per l'intermediario che per il cliente, a fronte di rischi di perdite molto più grandi⁹⁰. E, per lungo tempo, gli IBGYBG hanno avuto successo in tutti i rami della finanza⁹¹. Tuttavia, non tutti gli operatori del mercato si fidavano, né spingevano per la conclusione di questo tipo di transazioni; alcuni dirigenti, infatti, sollecitavano estrema cautela, in quanto le regole fondamentali di funzionamento del mercato di *corporate governance* e *risk management* rischiavano di essere completamente ribaltate. Non a caso, pochi anni dopo, Jamie Dimon,

⁹⁰ FAHLENBRACH, STULZ, *Bank CEO Incentives and the Credit Crisis*, in *Journal of Financial Economics*, V. 99, No. 1, 2011, 1, pp. 11 ss.

⁹¹ Inside Mortgage Finance, *The 2009 Mortgage Market Statistical Annual*, V. 2 The Secondary Market, Bethesda US, Inside Mortgage Finance Publications, 2008, p. 13 basato su un'analisi di Moody's Analytics, Structured Finance Default - Credit Ratings.

CEO di JP Morgan Stanley, argomentando sulle cause della crisi, ha affermato: "*I blame the management teams 100% and . . . no one else*"⁹².

Evidentemente la questione non poteva essere lasciata al mercato, il quale si dimostrò assolutamente incapace di affrontarla; la regolamentazione del mercato, infatti, è necessaria tanto quanto i trasporti o la sanità.

Venne creato un piano di soggetti da coinvolgere e di scadenze e, nell'arco di tre settimane, tutte i 14 istituti finanziari che – nel 2005 - avevano firmato accordi con i quali si impegnavano a rispettare una serie di impegni⁹³. Così, entro il 2008, dopo un lungo periodo di pressione e sorveglianza acuta dei mercati, i debiti derivanti da strumenti derivati vennero ridotti di circa il 92%, anche se il numero di prodotti di tale genere sul mercato era triplicato (basti pensare che le transazioni elettroniche che processavano lo scambio di derivati erano passate dal 34% al 94%)⁹⁴.

1.5 Governative sponsored enterprises - Fannie Mae e Freddie Mac

La crisi nel settore immobiliare ha creato un'apertura per *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, i due colossi imprenditoriali (GSEs) creati dal Congresso per sostenere il mercato dei mutui.

Fannie Mae, (come già indicato al par. 1.1), è stata istituita dalla *Reconstruction Finance*

⁹² JAMIE DIMON, *Testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission, First Public Hearing of the FCIC, day 1, panel 1: Financial Institution Representatives*, 13 gennaio 2010, reperibile su <https://fcic.law.stanford.edu/hearings/testimony/first-public-hearing>, il quale afferma "*In many instances, stronger regulation may have been able to prevent some of the problems. I want to be clear that I do not blame the regulators. The responsibility for a company's actions rests with the company's management. However, it is important to examine how the system could have functioned better. The current regulatory system is poorly organized with overlapping responsibilities, and many regulators did not have the statutory resolution authority needed to address the failure of large, global financial companies*" nonché "*In hindsight, it's apparent that excess speculation and dishonesty on the part of both brokers and consumers further contributed to the problem*".

⁹³ Timothy Geithner - al momento della esplosione della crisi era presidente della Sezione di New York della FED dei *subprime* e Segretario al Tesoro nell'amministrazione Obama - nel suo volume "*Stress test - Reflections on financial crisis*" (2014), dà il suo autorevole contributo alla conoscenza dei fattori scatenanti della "*Grande crisi*" e racconta di aver incontrato nel 2005 i rappresentanti dei quattordici maggiori istituti finanziari operanti nel campo dei derivati. L'incontro viene descritto come un *summit* di famiglie mafiose impegnate a regolare i propri affari, con l'autore come consulente e mediatore (non a caso Lloyd Blankfein, CEO di Goldman Sachs, appella gli istituti finanziari come "*fourteen families*").

⁹⁴ Dati riportati nella "*Geithner Letter*": il 31 ottobre 2008, la *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), congiuntamente alla *Managed Funds Association* (MFA), all'*Asset Management Group of the Securities Industry and Financial Markets Association* (SIFMA) e ad alcune delle più importanti istituzioni finanziarie statunitensi, presentò una lettera al Presidente della *Federal Reserve Bank* di New York, T.F. Geithner, prospettando iniziative strategiche per rafforzare le infrastrutture operative per i derivati OTC. Consultabile su www.isda.org/c_and_a/pdf/Fed-Letter-Final10-31-08.pdf.

Corporation durante la grande depressione⁹⁵, nel 1938, al fine di acquistare le ipoteche assicurate dalla *Federal Housing Administration* (FHA)⁹⁶. La società, infatti, era stata autorizzata dal governo a sottoscrivere i mutui che rispettassero gli *standard* della FHA, così da garantire la fornitura di credito ipotecario che banche e società finanziarie avrebbero potuto estendere agli acquirenti di case. I crediti acquistati dalla società o venivano mantenuti nel suo portafoglio o, anche se più di rado, venivano rivenduti a società finanziarie, compagnie assicurative o altri investitori.

Tale sistema, sulla carta, dimostrava di poter funzionare in maniera efficiente, ma, di fatto, aveva una debolezza: l'acquisto dei mutui da parte di Fannie Mae avveniva contraendo prestiti dal governo. Si pensi che, nel 1968, il portafoglio mutui di Fannie Mae era cresciuto fino a \$ 7,2 miliardi, ma il debito pesava enormemente sulle casse pubbliche. A questo punto, allo scopo di sollevare lo Stato dal suddetto debito, l'amministrazione Johnson e il Congresso riorganizzarono Fannie Mae come una "*publicly traded corporation*" e crearono una nuova struttura, Ginnie Mae (ufficialmente, la *Government National Mortgage Association*) al fine di farle acquisire i rami di mutuo e i debiti della prima azienda. Ginnie Mae, inoltre, riuscì anche a garantire i mutui FHA e VA. La nuova struttura di Fannie Mae svolgeva ancora parte delle precedenti attività, ma ora era un ibrido, ovvero una "*government-sponsored enterprise*".

Due anni più tardi, nel 1970, le società finanziarie persuasero il Congresso a fondare una seconda GSE, Freddie Mac (ufficialmente, la *Federal Home Loan Mortgage Corporation*), per aiutare le banche nella vendita dei contratti di ipoteca da loro sottoscritti. Inoltre, la normativa autorizzava le GSE ad acquistare i tradizionali mutui a tasso fisso, ovvero quelli non garantiti dalla FHA o VA. Tali tipi di ipoteche crearono un'avida concorrenza a quelle FHA, in quanto i mutuatari riuscivano a contrarli più rapidamente e con meno costi; ad ogni modo, per garantire il rispetto della qualità degli acquisti di tutte le ipoteche, anche quelle tradizionali avrebbero dovuto essere conformi ai limiti dimensionali previsti per i GSE e rispettare le linee guida di sottoscrizione.

Prima del 1968, Fannie Mae era solita tenere nel proprio bilancio le ipoteche che aveva acquistato, in modo da ottenere profitto dalla differenza costi dei costi del prestito e degli interessi pagati sugli stessi. Le leggi del 1968 e 1970 hanno dato a Ginnie, Fannie e Freddie la

⁹⁵ CALOMIRIS, GORTON, *The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation*, in CALOMIRIS C., *U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective*, Cambridge, Cambridge University Press, 2000, p. 115; FRIEDMAN, SCHWARTZ JACOBSON, *Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton NJ, Princeton University Press, 1963.

⁹⁶ Per approfondimenti su *Fannie Mae* e *Freddie Mac* si veda nota 16

possibilità di cartolarizzazione i suddetti mutui. Ginnie è stata la prima GSE ad iniziare tale tipo di attività nel 1970; seguì Fannie nel 1971. Il meccanismo prevedeva che un creditore assemblesse un *pool* di ipoteche ed emettesse i relativi titoli, che venivano venduti agli investitori; il ruolo della GSE consisteva nel garantire il tempestivo pagamento delle rate e degli interessi; tale costo veniva addebitato all'emittente. Durante gli anni '80 e '90, il mercato dei mutui convenzionali si espanse e le GSE acquistarono sempre maggiore importanza; la quota di mercato del FHA e VA, invece, si contrasse. Fannie e Freddie avevano un duplice obiettivo, pubblico e privato: sostenere il mercato dei mutui e massimizzare i profitti degli azionisti. Le due GSE non generavano autonomamente contratti di mutuo, ma li acquistavano — da banche, società finanziarie e simili — e o li tenevano nel loro portafogli o cartolarizzavano garantendoli.

In questi anni, dunque, Fannie e Freddie godevano di un monopolio sulle cartolarizzazioni dei mutui a tasso fisso che rientravano nei limiti di prestito loro consentiti; intorno al 1980 i mercati cominciarono a cartolarizzare molti altri tipi di prestiti, compresi i mutui a tasso regolabile (come, ad esempio, quelli relativi alle armi) e altre ipoteche che le GSEs non erano autorizzate a trattare. Il meccanismo di funzionamento era simile: una banca di investimento, ad esempio Lehman Brothers o Morgan Stanley, collezionava prestiti da una banca o altro istituto di credito in titoli e li vendeva agli investitori, i quali ottenevano guadagni grazie al pagamento rateale del prestito e dei relativi interessi. Gli investitori, a loro volta, potevano decidere di mantenere la proprietà di tali titoli o di rimetterli sul mercato; v'è da dire che la struttura degli stessi era solitamente più complessa rispetto a quelli emessi dalle GSE, in quanto oggetto di cartolarizzazione non erano solamente i contratti di mutuo, ma anche *leasing* di attrezzature di vario genere, debiti di carte di credito, prestiti per l'acquisto di auto e prestiti per la costruzione di case. Tali attività divennero talmente sviluppate negli anni che queste società si sentirono autorizzate a svolgere anche attività tipicamente bancarie, seppur al di fuori del rispetto della legislazione di riferimento delle banche. Durante la crisi finanziaria, tali tipi di prestiti, in ragione soprattutto della loro complessità, vennero strettamente identificati con gli strumenti derivati⁹⁷.

Uno dei motivi per la rapida crescita del mercato dei derivati è stato il vantaggio che

⁹⁷ I derivati sono contratti finanziari i cui prezzi sono determinati, o "derivati", dal valore di alcuni *assets* sottostanti, da un tasso di interesse o dal verificarsi di determinati eventi. Non vengono utilizzati per la formazione di capitale o per effettuare investimenti diretti (come i titoli); piuttosto, sono strumenti di copertura del rischio o utilizzati per speculare sulle oscillazioni di prezzi e su tassi di interesse. Possono assumere diverse forme: i più comuni sono gli *over-the-counter-swap*, i *futures* quotati e le opzioni. Possono essere creati su materie prime (compresi i prodotti agricoli, metalli e prodotti energetici), tassi di interesse, tassi di valuta, azioni, indici e rischio di credito; ma possono essere anche legati ad eventi come uragani e simili.

molte istituzioni finanziarie riuscivano ad ottenere in termini di requisiti patrimoniali, in ragione della funzione di copertura dei rischi che tali strumenti riuscivano ad effettuare; di conseguenza, tali operazioni di copertura comportano anche la possibilità per le banche di abbassare l'ammontare di capitale che le stesse sono tenute a mantenere in bilancio sulla base della disciplina concernente il capitale stabilita da Basilea I (di cui si vedrà più approfonditamente nella sezione dedicata alle vicende europee)⁹⁸. Ciò ha fatto sì che, negli anni '90, questo sistema bancario parallelo era in piena espansione, alcune delle più grandi banche commerciali assomigliavano sempre più alle banche di investimento di grandi dimensioni e tutte le istituzioni finanziarie stavano diventando più grandi, più complesse e più attive nel campo della cartolarizzazione.

In tutto ciò, i progressi tecnologici nel trattamento dei dati, delle telecomunicazioni e dei servizi di informazioni ha creato delle economie di scala e, quindi, ha giustificato l'esistenza di istituzioni finanziarie sempre più grandi. Più grande, in quel frangente, stava diventando sinonimo di più sicuro, ma anche capace di diversificare, innovare, rendere il proprio *business* più efficiente e in grado di soddisfare le esigenze di un'economia in espansione al meglio. Inoltre, anche qualora le banche più grandi non erano necessariamente più efficienti, comunque si diffondeva la percezione nei debitori e creditori che questi colossi erano troppo grandi per fallire. Mano mano che si sviluppavano, queste istituzioni finanziarie acquisivano anche la capacità, utilizzata con successo, di fare pressione sulle forze politiche e, in particolare, sul Congresso per chiedere la rimozione di quasi tutti i rimanenti ostacoli alla crescita e alla concorrenza. Nel 1994, infatti, il Congresso intervenne con il *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* che permise alle società *holding* di acquistare banche in ogni stato e rimosse la maggior parte delle restrizioni all'apertura di filiali in più di un altro stato; a tal fine, inoltre, venne abrogata ogni legge statale che limitasse la capacità delle banche di altro stato di competere all'interno dei confini del primo⁹⁹. Tale manovra ha certamente contribuito a consolidare il settore bancario: tra il 1990 e il 2005, 74 "megafusioni" hanno coinvolto banche con patrimoni di più di \$ 10 miliardi ciascuna; nel frattempo, le 10 più grandi sono passate dal possedere il 25% del patrimonio del settore, al 55%; dal 1998 al 2007, le attività combinate delle banche statunitensi più grande — Bank of America, Citigroup, JP Morgan, Wachovia e Wells Fargo — sono più che triplicate, passando

⁹⁸ Basel Committee on Banking Supervision BCBS, *The Basel Committee's response to the financial crisis: report to the G20*, Bank for International Settlements, ottobre 2010; Basel Committee on Banking Supervision BCBS, *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework*, Bank for International Settlements, giugno 2004.

⁹⁹ The Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 2011, 52.

da \$ 2,2 trilioni di \$ 6,8 trilioni¹⁰⁰. Anche le banche di investimento sono cresciute sempre più¹⁰¹. Entusiasti dall'apparente successo della riforma, le maggiori banche e il legislatore americano continuavano a sgretolare i limiti o la crescita delle attività delle banche; alla fine, poco a poco, caddero anche le barriere che tenevano distinte le banche commerciali dalle banche d'investimento.

Nella primavera del 1996, dopo anni di opposizione all'abrogazione dello *Glass-Steagall Act*, e alla *Securities Industry Association* - l'organizzazione del commercio di RMS di Wall Street, i cui *leaders* principali erano Goldman Sachs e Merrill Lynch -, il ventò cambiò. Poiché le restrizioni per le banche erano state rimosse mano mano durante la decade precedente, le banche erano già sugli scudi in materia di titoli azionari e assicurazioni. Nonostante numerose cause intentate contro la Fed e l'OCC, i suddetti titoli e le compagnie di assicurazione non riuscirono a fermare questo processo di grande liberalizzazione attraverso decisioni prese all'interno delle agenzie¹⁰².

Ciò fece sì che, alla fine degli anni '90, le circostanze risultavano perfette per effettuare investimenti bancari. Infatti, le sottoscrizioni annuali di collocazioni presso il pubblico e quelle privati di titoli *corporate* in mercati statunitensi vennero quasi quadruplicate: da \$ 600 miliardi nel 1994, si passò a \$ 2,2 trilioni nel 2001; le IPO salirono da \$ 28 miliardi nel 1994 a \$ 76 miliardi nel 2000, dal momento che le banche avevano cominciato a sponsorizzare tali operazioni per nuove società che operavano nel campo digitale e delle telecomunicazioni¹⁰³.

Per circa due decenni, a partire da primi anni '80, il settore finanziario è cresciuto più velocemente rispetto al resto dell'economia — passando da circa il 5% del PIL a circa l'8% nel XXI secolo. Nel 1980, i profitti del settore finanziario si aggiravano sul 15% dei profitti aziendali circa. Nel 2003, sono stati raggiunti picchi del 33%, ma si è tornati al 27% nel 2006, proprio alla vigilia della crisi finanziaria¹⁰⁴.

Naturalmente anche Fannie Mae e Freddie Mac crebbero con eccessiva rapidità. Le attività di Fannie Mae e i mutui da questa garantiti aumentarono da \$ 1,4 trilioni nel 2000 a \$

¹⁰⁰ The Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 2011, 53.

¹⁰¹ GALATI, HEATH, *What drives the growth in FX activity? Interpreting the 2007 triennial survey*, in *BIS Quarterly Review*, Dicembre 2007, pp. 63 ss.

¹⁰² *Securities Industry Association v. Board of Governors of the Federal Reserve System*, 627 F. Supp. 695 (D.D.C. 1986) consultabile su <http://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/627/695/1974221/>; DAY, *Reinventing the Bank; With Depression-Era Law about to Be Rewritten, the Future Remains Unclear*, Washington Post, 31 Ottobre 1999 consultabile su https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/1999-10-31%20Kathleen%20Day%20WPost%20Article%20Reinventing%20the%20Bank.pdf.

¹⁰³ Securities Industry and Financial Markets Association SIFMA, *The Financial Services Fact Book 2008*, New York Insurance Information Institute, pp. 9-10.

¹⁰⁴ . Bloomberg LLC, Financial Analysis Function, Public Filings for JPM, Citigroup, Bank of America, Goldman Sachs, and Lehman Brothers Bloomberg LLC, Financial Analysis Function, Public Filings for JPM, Citigroup, Bank of America, Goldman Sachs, and Lehman Brothers.

3,2 trilioni nel 2008, pari al 11% ogni anno. Quelle di Freddie, invece, aumentarono da \$ 1 trilione di \$ 2,2 trilioni (il 10% all'anno)¹⁰⁵. La crescita delle loro attività andò, però, di pari passo con l'aumento della loro leva finanziaria. Ciò significava, da un lato, potenzialmente maggiori rendimenti per gli azionisti, ma, dall'altro, anche la disponibilità di un capitale ridotto per assorbire le perdite. Era, dunque, evidente come il sistema stesse sfuggendo di mano.

In realtà, già durante gli anni '90, varie agenzie federali erano venute a conoscenza di vicende di prestito abusivo dei *subprime*. Ma il sistema normativo non era più ben strutturato come un tempo e non era più in grado di controllare costantemente — e su base nazionale — tali circostanze per proteggere i mutuatari. Infatti, il controllo della disciplina in materia finanziaria era demandato al legislatore statale, alla Fed e alla FDIC¹⁰⁶.

La bolla del credito non è di per sé direttamente connessa con le vicende accadute sul mercato dei mutui residenziali. Il fatto che, anche negli anni passati il mercato di immobili commerciali e quello di finanziamenti ad aziende, che palesemente non avrebbero potuto ripagare tali prestiti, per aiutare la loro attività a riprendere fiato, avevano già sperimentato anche dinamiche simili ne è la dimostrazione: in tali circostanze vi furono sì conseguenze patologiche per il mercato, ma non effetti della portata delle vicende del 2008 relative agli immobili residenziali. Nello scorso decennio, (precisamente dal 2000 al 2007), questi due mercati sono cresciuti incredibilmente, stimolati anche da prodotti di finanza strutturata — garantiti da mutui ipotecari commerciali e debiti obbligazionari (garantiti da ipoteche residenziali e CDO); inoltre, proprio come successo nel mercato dei mutui residenziali, i requisiti per la sottoscrizione divennero più blandi, il costo del denaro cominciò a diminuire¹⁰⁷ e la compravendita di questi titoli venne sostenuta dallo sviluppo di nuovi prodotti derivati¹⁰⁸. Quello che non fu immediatamente evidente era come quel sistema finanziario, che in qualche modo aveva anche fatto rientrare le bolle che si erano create negli anni precedenti, avrebbe potuto influenzare la crisi degli immobili residenziali di quel periodo. Non si capì sin da subito che tutti quei titoli garantiti da ipoteca e da altre

¹⁰⁵ Fannie Mae, SEC filings 10-K and 10-Q; see the 2009 10-K, p. 70, Total Assets and Fannie Mae MBS held by Third Parties; Federal Housing Finance Agency, Report to Congress, 2008 (2009), pp. 111, 128

¹⁰⁶ Financial Crisis Inquiry Commission FCIC, *Interview with Marc Savitt, President of the National Association of Independent Housing Professionals*, 17 novembre 2010, reperibile su <http://fcic.law.stanford.edu/interviews/view/99>.

¹⁰⁷ Per determinare il costo del denaro occorre far riferimento al *Credit spread*, cioè il differenziale di rendimento di obbligazioni societarie e titolo di stato con rischi più alti rispetto al tasso di titoli con rischio molto basso (*risk free*): è la quota dei tassi di interesse che compensano l'assunzione da parte degli investitori del rischio di credito intrinseco in un titolo.

¹⁰⁸ CONGRESSIONAL OVERSIGHT PANEL, *Commercial Real Estate Losses and the Risk to Financial Stability*, Washington, U.S. Government Printing Office, 10 February 2010, p. 57 ss.

obbligazioni erano di fatto una bomba ad orologeria sui bilanci delle istituzioni finanziarie più grandi al mondo che, entro la fine del 2009, aveva indebolito anche il valore di tutti i segmenti del mercato¹⁰⁹.

Le maggiori svalutazioni delle società finanziarie USA

Società	Svalutazioni e perdite di credito	Equity return	Equity return
	Miliardi US \$ Giu. 2007 - Mar. 2010	% Giu. 2007 - Sett. 2008	% Giu. 2007 - Dic. 2008
Fannie Mae	151,40	-98,14	-99,23
Citigroup	130,40	-82,46	-67,2
Freddie Mac	118,10	-97,98	-99,56
Wachovia	101,90	-88,34	-73,18
Bank of America	97,60	-67,79	-34,35
A.I.G.	97,00	-97,57	-94,5
JP Morgan	69,00	-31,51	-12,13
Merrill Lynch	55,90	-85,16	-72,45
Wells Fargo	47,40	-10,77	4,47
Washington Mutual	45,30	-99,95	-90,07
National City	25,20	-94,29	-86,61
Morgan Stanley	23,40	-75,99	-57,65

Fonte: Bloomberg

1.6 Unione Europea: ripercussioni degli eventi finanziari americani sul vecchio continente paragrafo

L'Unione Europea, così come pensata dai suoi fondatori, nasce come un'entità che riesce a riunire stati sovrani con culture, tradizioni giuridiche e ambienti economici decisamente diversi, per risolvere problematiche comuni tramite la cooperazione all'interno delle istituzioni europee¹¹⁰.

¹⁰⁹ William C. Dudley, Presidente della Federal Reserve Bank of New York, il 15 ottobre 2010, reperibile su <http://fcic.law.stanford.edu/interviews/view/192>, dichiarò davanti alla Financial Crisis Inquiry Commission "The concerns were just that if people . . . couldn't value the assets, then that created . . . questions about the solvency of the firms". In dottrina, DI NOIA, *MiFID e Autorità di vigilanza*, in FREDIANI, SANTORO (a cura di), *L'attuazione della Direttiva MiFID - Studi di diritto e legislazione bancaria*, Milano, Giuffrè, 2009, p. 236.

¹¹⁰ Il Presidente della Repubblica Sergio Mattarella nel suo intervento al Convegno "L'Europa luogo di superamento dei conflitti", in occasione del centenario dell'Unione di Gorizia all'Italia 26 ottobre 2016, reperibile su <http://www.quirinale.it/elementi/Continua.aspx?tipo=Discorso&key=461>, affermò "E' infatti proprio l'Unione Europea che ha cambiato le "regole del gioco", facendo tacere le armi e parlare i popoli, facendo recedere i nazionalismi e avanzare il dialogo. Facendo sempre più scoprire i tanti aspetti che uniscono, le tante affinità, l'identità di desideri di pace, di serenità, di collaborazione, di progresso per le singole persone e per le comunità. E' a questo progetto politico e sociale, prima ancora che economico, che dobbiamo il più lungo periodo di pace che l'Europa abbia mai sperimentato.". Per gli aspetti di politica economica e finanziaria si consultino ALVARO, SICILIANO, *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime*, Consob Quaderni Giuridici n. 10, 2016, p. 53; CINI, *Intergovernmentalism*, in CINI, PEREZ-SOLORZANO BORRAGAIN, *European Union Politics*, Oxford, Oxford University Press, 5th ed., 2016, pp. 65 ss. e HODSON, PUETTER, *The euro crisis and and european integration*, ivi, pp. 365 ss.; GUERRIERI, PADOAN, *L'economia europea*, Bologna, Il Mulino, 2009. Inoltre è interessante ampliare la lettura internazionale consultando ANGELINI, NICOLETTI ALTIMARI, VISCO, *Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementaities and trad-offs*, in Quaderni di Economia e Finanza, n. 140, novembre 2012; Committee on the Global Financial System CGFS, *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking*

Dal punto di vista dei mercati finanziari, già prima degli anni della crisi, i membri storici dell'Unione Europea (*in primis* la Germania e la Francia) spingevano per una maggiore integrazione regolamentare¹¹¹ e altri (primo fra tutti il Regno Unito), erano manifestamente in favore di una deregolamentazione in materia¹¹².

Ulteriori divergenze, per quel che qui interessa, sono emerse relativamente alla questione “*too big to fail*”¹¹³. Infatti, il Regno Unito ha sempre avuto una propensione a chiedere alle proprie banche di separare le operazioni *retail* da tutte le altre attività, in modo da prevenire il rischio di incroci di finanziamenti in diversi settori e così da spingere gli istituti bancari a mantenere un tasso di liquidità maggiore rispetto anche a quanto richiesto dagli *standard* di Basilea III¹¹⁴.

Allo stesso tempo, però, nell'era della globalizzazione, investire all'estero non è un'attività insolita per gli stati. A partire dagli anni 2000, abbiamo assistito ad un crescente scambio di flussi di investimenti esteri diretti tra paesi anche per nulla simili tra loro; seppur la crisi ha rallentato inizialmente tali flussi, recentemente sono stati raggiunti ottimi livelli e,

of issues and experiences, CGFS Papers No. 38, 2010; MORAVESIK, *The Choice for Europe: Social Purpose and State Power from Messina to Maastricht*, Ithaca NY, Cornell University Press, 1998, p. 18 ss.; MORAVESIK, *Preferences and Power in the European Community: A Liberal Intergovernmentalist Approach*, in *Journal Of Common Market Studies*, V. 31, No. 4, 1993, pp. 473 ss. Infine, per un approfondimento ed un confronto tra le regolamentazioni finanziarie dei diversi paesi dell'unione europea si consulti KATTEL, KREGEL, TONVERONACHI, *Financial Regulation in the European Union*, Abingdon-on-Thames UK, Routledge, 2015.

¹¹¹ FERRAN, MOLONEY, HILL, COFFEE JR., *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge UK, Cambridge University Press, 2012, p. 30; SHILD, *Mission Impossible? The Potential for Franco-German Leadership in the Enlarged EU*, in *Journal of Common Studies*, V. 48, No. 5, 2010, pp. 1381-2; Financial Services Authority FSA, *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, Londra, The Financial Services Authority, 2009, p. 102; POSNER, *Is a European approach to financial regulation emerging from the crisis*, in HELLEINER, PAGLIARI, ZIMMERMAN, *Global Finance in Crisis: The Politics of International Regulatory Change*, Abingdon-on-Thames UK, Routledge, 2010, p. 115; Deutsche Bank Research, *Reform of EU Regulatory and Supervisory Structures: Progress Report*, EU Monitor, Financial Market Special, No. 4, 2003 consultabile su http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000060268/EU_Monitor_No_4%3A_Reform_of_EU_regulatory_and_supe.PDF, nel quale si legge “*Creating and maintaining a competitive regulatory framework requires efficient regulatory and supervisory structures.*”. Inoltre, l'8 giugno 2010 in una lettera a firma congiunta, il Presidente francese Nicolas Sarkozy e il Cancelliere tedesco Angela Merkel, rivolgevano un appello alla Commissione europea, nella figura del Presidente José Manuel Barros, chiedendo maggiore vigilanza sui *credit default swap*, sulle vendite allo scoperto e sollecitando “*to consider the possibility of harmonisation of settlement periods in Europe*”, reperibile su https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/_Anlagen/2010/2010-06-08-brief-sarkozy-eng.pdf?__blob=publicationFile&v=2.

¹¹² QUAGLIA, *Governing financial services in the European union*, Abingdon-on-Thames UK, Routledge, 2010, pp. 41-2; FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge UK, Cambridge University Press, 2004, pp. 119-122; LASTRA, *The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe*, in *Columbia Journal of Economic Law*, V. 10, No. 1, 2003, pp. 54-55.

¹¹³ ÖTKER-ROBE, NARAIN, ILYINA., SURTI, *The Too-Important-to-Fail Conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve*, IMF Staff Discussion Note, 27 maggio 2011, pp. 11 e 24.

¹¹⁴ Di cui si dirà meglio al par ...dove si parla di basilea

negli ultimi tempi, questo fenomeno tende ad essere in continua crescita¹¹⁵.

Nel periodo immediatamente antecedente la crisi, l'Europa aveva un tasso di flussi di investimenti diretti esteri estremamente elevato, soprattutto in ragione dei numerosi interscambi di capitale tra gli stessi membri dell'Unione europea (fondato principalmente sull'alto livello di integrazione economica della zona e l'allora recente accordo di dieci nuovi membri¹¹⁶, tutti i paesi in via di sviluppo con buone prospettive di crescita). Inoltre, seppur il livello medio dei tassi di interesse risultasse inferiore rispetto agli Stati Uniti d'America (ma comunque migliore rispetto ad altri paesi, come la Russia), la tendenza verso l'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro in quel periodo e il controllo della volatilità del prezzo incoraggiavano gli investimenti nell'area euro e, allo stesso tempo, l'Unione europea mostrava un più alto tasso di crescita in termini di PIL rispetto ad altre economie avanzate. Basti considerare che, nel 2005, l'Unione europea (allora composta da 25 membri) era la meta preferita di investimenti diretti esteri in tutto il mondo, con l'afflusso di \$ 499 miliardi (quasi la metà del totale mondiale); nel 2006, il ruolo predominante era ancora giocato dall'Unione europea, dove il livello di investimenti diretti è cresciuto del 9%, fino a raggiungere \$ 585 miliardi (il 41% del totale globale). Nel 2007, l'Unione europea ha attirato ben due terzi dei flussi totali di paesi sviluppati, ricevendo \$ 854 miliardi, circa il 44% degli investimenti esteri totali di quell'anno e si confermava il più importante polo con l'Unione economica e

¹¹⁵ Quando si considerano gli investimenti effettuati all'estero, solitamente si distingue tra due classi: gli investimenti diretti esteri e investimenti c.d. "di portafoglio", finalizzati esclusivamente alla realizzazione di investimenti finanziari. Questi ultimi risultano estremamente sensibili alle crisi finanziarie ed economiche, in quanto queste potrebbero incidere direttamente sui guadagni; dunque, a prescindere dal prodotto specifico per il quale si opta, la loro volatilità è molto elevata. Gli investimenti esteri diretti, invece, hanno alla base competenze in materia di *management* (infatti, tengono conto, ad esempio, delle dimensioni del paese presso il quale si effettua l'investimento e le sue potenzialità, lo sviluppo del mercato finanziario e il grado di apertura) e sono impostati a lungo termine. Di conseguenza, risentono di possibili oscillazioni del mercato solo quando è verosimile che il turbamento possa influenzare nel lungo periodo il paese in cui si investe. Per ulteriori approfondimenti, si veda. LAMANDINI, *I regolamenti europei istitutivi del Comitato per il rischio sistemico e delle Autorità europee di vigilanza su assicurazioni, banche, strumenti finanziari e mercati*, in *N. leggi civ.*, 2012, 2, pp. 211 ss.; ONADO, *La supervisione finanziaria europea dopo il rapporto de Larosiere: siamo sulla strada giusta?*, in *Bancaria*, V. 65, No. 10, 2009, pp. 16 ss.; FERRARINI, SAGUATO, *Reforming securities and derivatives trading in the EU: from EMIR to MiFIR*, in *Journal of Corporate Law Studies*, V. 13, No. 2., 2013, pp. 319 ss. Per un'analisi delle stesse tematiche dal punto di vista degli interessi privatistici ed in Europa si veda: FERRARINI, MOLONEY, *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II*, in *European Business Organization Law Review*, V. 13, No. 4, 2012, pp. 557 ss.; ROMANO, *La riforma dei derivati "OTC" negli USA: dalle regole di common law al Dodd-Frank Act*, in *Riv. dir. comm.*, V. 111, No. 1, 2011, pp. 137 ss. Per un confronto tra le iniziative adottate negli Stati Uniti ed in Europa in materia di regolamentazione dei mercati dei derivati OTC si veda ISDA, Clifford & Chance, *Regulation of OTC derivatives markets - A comparison of EU and US initiatives*, 2012, consultabile su <https://www2.isda.org/functional-areas/public-policy/global/page/2>; BALZOLA, *Gli strumenti finanziari derivati e la crisi: un confronto tra le iniziative legislative dell'Unione Europea e degli Stati Uniti*, in *Il Nuovo Dir. Soc.*, 2015, 10, p. 36 ss.; SCALCIONE, *La nuova disciplina dei derivati OTC: un prodotto di importazione*, in Santoro (a cura di), *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, Milano, Giuffrè, 2012, p. 407 ss.

¹¹⁶ 1 maggio 2004: entrata in vigore del del Trattato di adesione all'Unione Europea di dieci nuovi Stati Membri: Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Slovacchia, Slovenia, Ungheria.

monetaria (o zona Euro), giocando un ruolo centrale in quanto oggetto di investimenti diretti in netta crescita (in un anno del 62%, fino a \$ 553 miliardi)¹¹⁷.

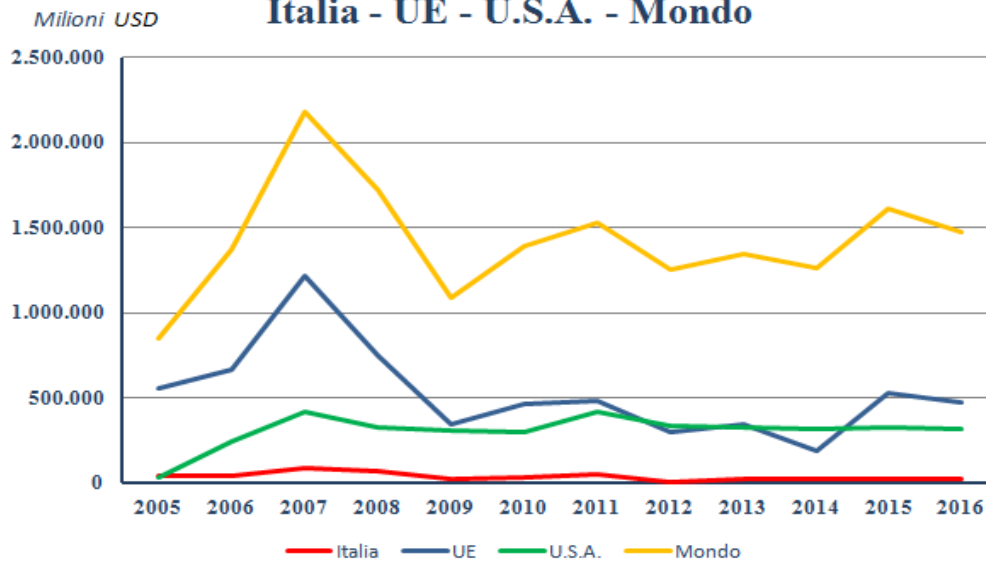
Ma, nel 2008, quando la crisi finanziaria raggiunge il suo culmine, l'impatto sugli investimenti viene subito in evidenza e i mercati europei perdono parte della loro convenienza in termini di investimenti¹¹⁸. L'Unione, infatti, inizia a rivelare segni di debolezza: non solo la crescita del PIL in quegli anni fu più bassa rispetto alle altre economie avanzate, ma gli Stati con problemi strutturali interni ed un elevato debito pubblico accumulato negli anni (soprattutto nel Sud Europa) hanno raggiunto livelli di convenienza per gli investimenti, soprattutto per quanto riguarda il tasso di interesse, nettamente divergenti da altre economie dell'Unione, scoraggiando gli investimenti delle società estere. Su tutto il territorio dell'Unione gli investimenti diretti di paesi esteri sono calati del 37%, per un totale di \$ 542 miliardi. La stessa tendenza è proseguita nel 2009, quando i suddetti investimenti si riducono ulteriormente del 34% (scendendo a \$ 357 miliardi). Nel 2010, quando la maggior parte delle economie mondiali stavano riuscendo ad invertire il *trend* negativo che aveva caratterizzato gli ultimi anni (il Nord America vide un aumento del 44% rispetto al 2009), gli afflussi verso l'Europa diminuirono del 19%.

Durante tutto il periodo considerato, l'Italia sostanzialmente ha seguito il suddetto andamento, con investimenti provenienti dall'estero in crescita nel lasso di tempo dal 2005-2007, passando da \$ 23 miliardi a 43,8 miliardi e diminuendo con l'avvento della crisi; in particolare, l'Italia ha sofferto un netto calo dei flussi di investimenti, nel 2008 – perdendo \$ 10,8 miliardi -, classificandosi come il penultimo paese (dietro l'Irlanda) nella zona Euro. Nel 2009, si osserva un recupero parziale, con flussi di investimento in entrate di circa \$ 20 miliardi, che è paragonabile al livello raggiunto nel 2004; ciò nonostante, l'anno seguente, in contrasto con il *trend* positivo della maggior parte dei paesi europei, gli investimenti diretti esteri in Italia sono diminuiti di \$ 9 miliardi (-54% rispetto al 2009).

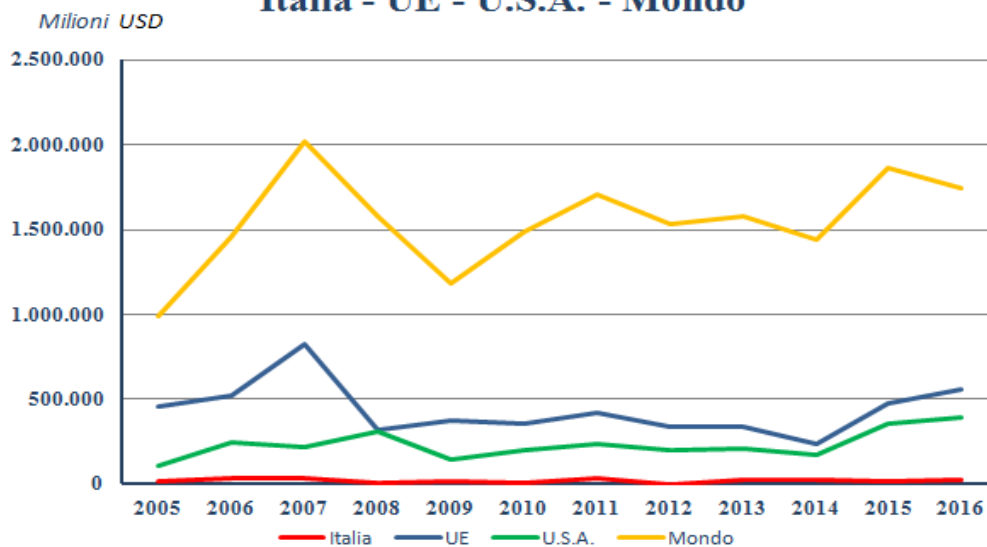
¹¹⁷ The Organisation for Economic Cooperation and Development, consultabile su www.oecd.org/

¹¹⁸ BEGG, *Regulation and Supervision of Financial Intermediaries in the EU: The Aftermath of the Financial Crisis*, in *Journal of Common Market Studies*, V. 47, No. 5, 2009, pp. 1107 ss.

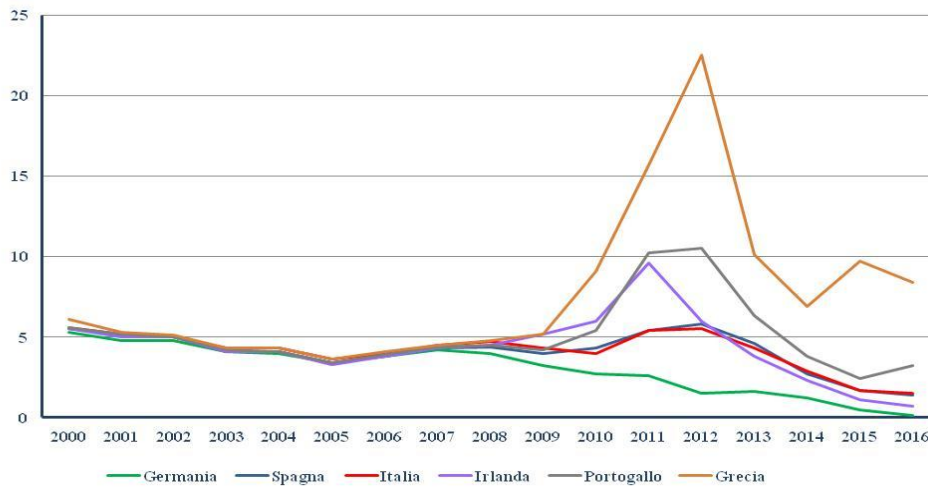
Investimenti Diretti Esteri (IDE) - In uscita Italia - UE - U.S.A. - Mondo



Investimenti diretti esteri (IDE) - In entrata Italia - UE - U.S.A. - Mondo



Titoli di Stato a 10 anni
Tassi d'interesse - % per anno



1.6.1 Il ruolo delle cartolarizzazioni nell'ultima crisi europea

Molti analisti attribuiscono la colpa della recente crisi finanziaria anche all'incrementato numero di cartolarizzazioni che ebbe luogo in quegli anni, ritenendo che queste ultime abbiano indebolito gli *standard* di qualità del credito delle banche, incoraggiandole a correre rischi eccessivi e, in una seconda fase, a trasmettere tali rischi ad altri investitori¹¹⁹. Numerosi sono, infatti, gli studi che sostengono che solo una piena comprensione del ruolo che la cartolarizzazione può avere nei mercati finanziari può essere lo strumento di individuazione della migliore regolamentazione di questi mercati¹²⁰.

Effettivamente, nel decennio precedente la recente crisi finanziaria, si è assistito ad un'espansione senza precedenti nell'uso dell'istituto della cartolarizzazione, insieme ad altri metodi ancora più particolari di trasferimento del rischio di credito, quali le cartolarizzazioni sintetiche e una importante diffusione dei crediti derivati.

L'attività più comunemente cartolarizzata era inizialmente quella dei prestiti ipotecari, poco dopo gli anni 2000, forme di cartolarizzazione più sofisticate sono state sviluppate e

¹¹⁹ MARQUES-IBANEZ, *Securitization and Credit Quality*, IMF Working Paper Series, No. 221, 2016, p. 6 ss.; KARA, MARQUES-IBANEZ, ONGENA, *Securitization and credit quality*, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper, No. 1148, 2016, p. 20; KARA, MARQUES-IBANEZ, ONGENA, *Securitization and lending standards: evidence from the wholesale loan market*, European Central Bank, Working Paper Series No. 1362, 2011, p. 20; Financial Crisis Inquiry Commission FCIC, *The Financial Crisis Inquiry Report*, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, 2011, p. XXII.

¹²⁰ EUROPEAN CENTRAL BANK ECB, *Securitisations, credit risk and lending standards revisited*, Research Bulletin No. 32, 30 marzo 2017.

utilizzate anche più frequentemente. Di conseguenza, grazie all'utilizzo di diversi strumenti, banche e altre società erano in grado di cartolarizzare grandi porzioni dei loro crediti non ancora riscossi.

Il collegamento tra l'incremento delle cartolarizzazioni e la recente crisi è dovuto principalmente al fatto che, a differenza degli Stati Uniti d'America, dove la cartolarizzazione era un'attività che veniva svolta da oltre 50 anni, in Europa è stato un fenomeno relativamente recente e improvviso¹²¹; un lieve incremento è iniziato molto lentamente nel tardo 1990 e si è sviluppato significativamente tra il 2004 e il 2007. Gli istituti bancari, quindi, potrebbero avere avuto un incentivo a cartolarizzare prestiti di bassa qualità, traendo vantaggio dalle maggiori informazioni di cui erano in possesso rispetto agli investitori; inoltre, dopo la cartolarizzazione, le banche probabilmente avevano anche meno incentivi ad occupare risorse nel monitoraggio del profilo di rischio decisamente oscillante dei mutuatari i cui prestiti erano stati trasferiti ad investitori esterni.

In seguito all'inizio della crisi finanziaria, l'emissione di portafogli cartolarizzati ha sostanzialmente subito una netta battuta d'arresto e la maggior parte delle nuove emissioni è stata mantenuta dalle banche le quali avevano originato quei crediti¹²².

In realtà le operazioni di cartolarizzazione, se ben contestualizzate, possono produrre importanti benefici sul mercato: per le banche, infatti, risultano un ulteriore strumento per un'efficace gestione del loro bilancio e ci sono consolidate evidenze che collegano la cartolarizzazione ad aumenti nell'offerta di prestiti bancari¹²³. D'altra parte, però, quando non regolate dal legislatore in maniera appropriata, possono innescare meccanismi comportamentali che si ripercuotono direttamente sugli andamenti dei mercati. Infatti, le banche svolgono un ruolo dirimente nel monitoraggio e nello *screening* dei rischi del mutuatario e questo aiuta a riallineare il *gap* informativo tra creditori e debitori¹²⁴.

¹²¹ Questo è in parte dovuto anche all'ampio utilizzo, soprattutto in Germania, Spagna e Francia, di *covered bonds*. CARMASSI, GROS, MICOSSI, *The Global Financial Crisis: Causes and Cure*, in *Journal of Common Market Studies*, 2009, V. 47, No. 5, pp. 978 ss.

¹²² Negli ultimi anni in Europa diversi governi hanno riconosciuto una garanzia pubblica sulle emissioni di titoli ABS da cedere alla Banca Centrale Europea. LONGO, *Garanzia dello Stato sui titoli Abs*, in *Il sole 24 ore*, 3 ottobre 2014, a proposito del piano della Bce per acquistare ABS (*bond* derivanti da cartolarizzazioni) dichiara "L'obiettivo è di far tornare alla vita il mercato delle cartolarizzazioni, uno «zombie» che in Italia vale circa 80 miliardi di euro. E se questo traguardo dovesse essere raggiunto, alla fine l'esito finale potrebbe essere quello di riaprire il rubinetto del credito bancario a imprese e famiglie. Insomma: di ridurre la morsa del *credit crunch*".

¹²³ SARKISYAN, CASU, CLARE, THOMAS, *Securitization and Bank Performance: Some Empirical Evidence on US Commercial Banks*, in *Bancaria Special Issue* 2010, No. 3, pp. 56 ss.; LOUSKINA, STRAHAN, *Securitization and the declining impact of bank finance on loan supply: evidence from mortgage acceptance rates*, in *Journal of Finance*, V. 64, No. 2, 2009, pp. 864 ss.; ALTUNBAS, GAMBACORTA, MARQUÉS, *Securitisation and the bank lending channel*, European Central Bank Working Paper Series No. 838, 2007, p. 5.

¹²⁴ BUBB, KAUFMAN, *Securitization and moral hazard: Evidence from credit score cutoff rules*, in *Journal of Monetary Economics*, V. 63, 2014, pp. 1 ss.; DEMYANYK., VAN HEMERT, *Understanding the Subprime Mortgage*

Se si guarda ad alcune valutazioni fatte sui dati degli anni precedenti, negli Stati Uniti si nota come il mercato ipotecario mostra che le banche hanno cartolarizzato, in un primissimo momento, come mutui i crediti più rischiosi e, quindi, col passare del tempo, le operazioni più problematiche paradossalmente diventarono quelle per titoli garantiti piuttosto che quelle senza alcuna garanzia¹²⁵. Diversi studi, inoltre, suggeriscono che le banche che inizialmente hanno fatto ricorso più intensamente alla cartolarizzazioni dei mutui, in un secondo momento hanno allentato gli *standard* di prestito, rendendoli agevoli ed accessibili ad una gamma di investitori più vasta¹²⁶. Per quanto riguarda specificamente l'Italia, il fenomeno degli andamenti del mercato delle cartolarizzazioni è risultato più regolare, in quanto i portafogli con maggiore probabilità di *default* sono rimasti quelli non garantiti¹²⁷. Può risultare interessante, infine, notare che il mercato dei prestiti *corporate* dell'Unione Europea non abbia subito alcuna depressione, a differenza degli Stati Uniti d'America, dove società partecipate dal governo (omologhe di *Fannie Mae* e *Freddie Mac*) non hanno sostenuto il mercato delle cartolarizzazioni¹²⁸.

Crisis, in *The review of Financial Studies*, V. 24, No. 6, 2011, p. 1850 nt. 3; KEYS, MUKHERJEE, SERU, VIG, *Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 2010, V. 125, No. 1, pp. 307 ss.

¹²⁵ BORD, SANTOS, *Does securitization of corporate loans lead to riskier lending?*, *Journal of Money, Credit and Banking*, V.47, No. 2-3, 2015, pp. 420 ss.; BENMELECH, DLUGOSZ, IVASHINA, *Securitization without adverse selection: the case of CLOs*, *Journal of Financial Economics*, V. 106, 2012, pp. 91 ss.; KARA, MARQUES-IBANEZ, ONGENA, *Securitization and credit quality*, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper, No. 1148, 2016, p. 17.

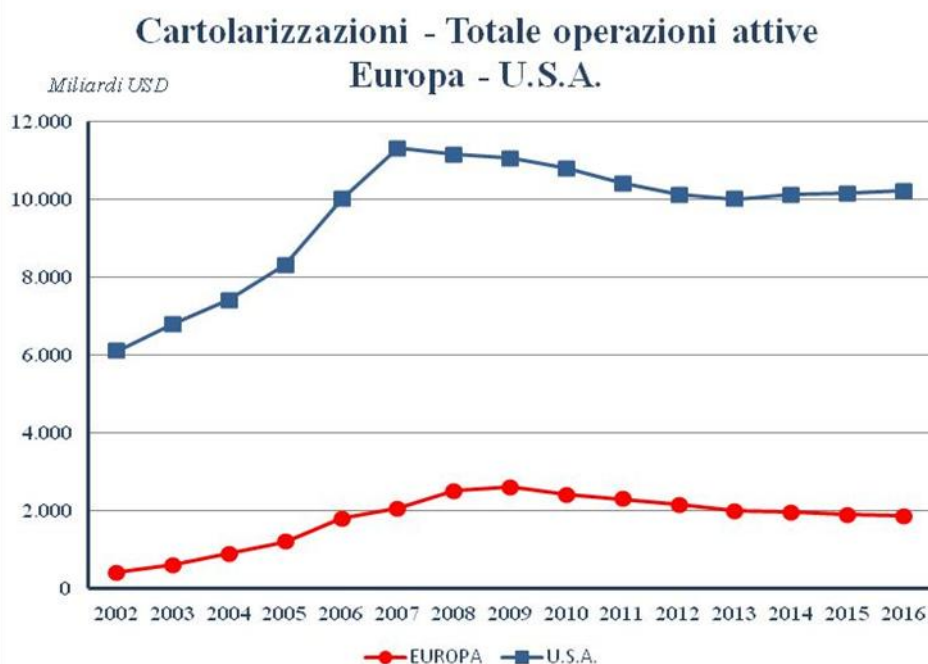
¹²⁶ KEYS, MUKHERJEE, SERU, VIG, *Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans*, in *The Quarterly Journal of Economics*, V. 125, No. 1, 2010, pp. 354.

¹²⁷ ALBERTAZZI, ERAMO, GAMBACORTA, SALLEO, *Asymmetric information in securitization: an empirical assessment*, in *Journal of Monetary Economics*, V. 71, Issue C, 2015, pp. 34 nt. 4; OECD, *OCSE Studi Economici: Italia 2009*, Parigi, OECD Publishing, 2009, p. 47. KARA, MARQUES-IBANEZ, ONGENA, *Securitization and lending standards: evidence from the wholesale loan market*, European Central Bank, Working Paper Series No. 1362, 2011, p. 20.

¹²⁸ MARQUES-IBANEZ, *Securitisation, credit risk and lending standards revisited*, European Central Bank Research Bulletin No. 32, 30 marzo 2017, nt. 5, che afferma "The size of the CDO market is around 10 percent of the outstanding European securitization market which also includes other forms of corporate debt. Net issuance of CLO collateralized loan obligations (CLO using corporate loans as a collateral) was around 35 billion of Europe at its peak in 2006."; KARA, MARQUES-IBANEZ, ONGENA, *Securitization and lending standards: evidence from the wholesale loan market*, European Central Bank Working Paper Series No. 1362, 2011.

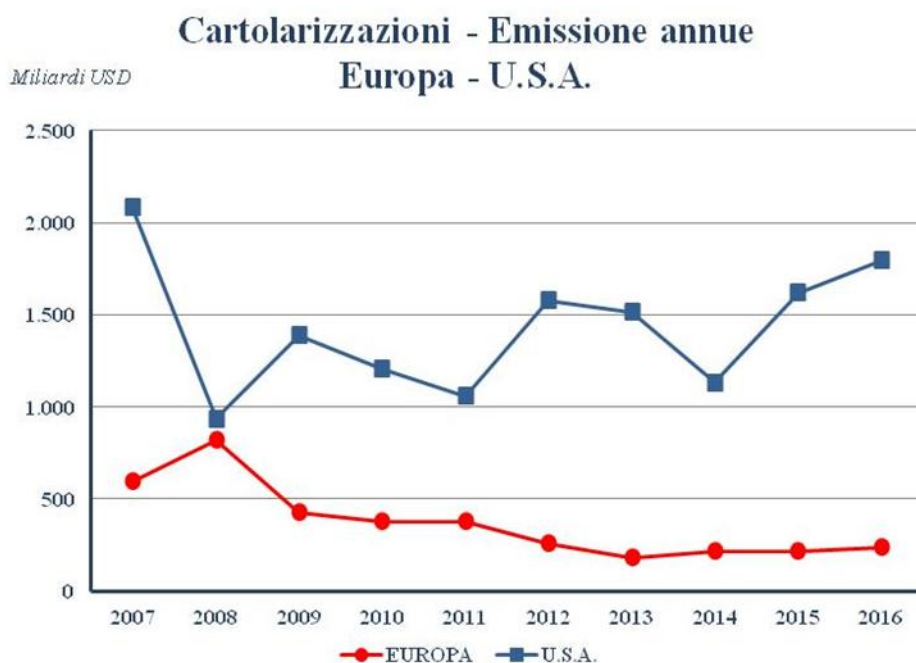
Cartolarizzazioni Totale operazioni attive		
ANNO	EUROPA	U.S.A.
2002	400	6.100
2003	600	6.800
2004	900	7.400
2005	1.200	8.300
2006	1.800	10.000
2007	2.050	11.300
2008	2.500	11.150
2009	2.600	11.050
2010	2.400	10.800
2011	2.300	10.400
2012	2.150	10.100
2013	2.000	10.000
2014	1.950	10.100
2015	1.900	10.150
2016	1.850	10.200

Miliardi USD



Cartolarizzazioni Emissioni annue		
ANNO	EUROPA	U.S.A.
2007	595	2.081
2008	819	935
2009	424	1.385
2010	378	1.204
2011	377	1.057
2012	258	1.579
2013	181	1.515
2014	217	1.132
2015	216	1.621
2016	238	1.793

Miliardi USD



Fonte: AFME Association for Financial Markets in Europe - SIFMA Securities Industry and Financial Markets Association

1.7 “Shadow Banking”: caratteristiche principali e rilevanza del fenomeno nell’andamento delle economie americana ed europea negli ultimi decenni

La locuzione “sistema bancario ombra” è emersa per la prima volta nell'agosto del 2007, al Simposio annuo della Fed a Jackson Hole, sebbene alcune delle vulnerabilità chiave erano già state identificate negli anni precedenti¹²⁹. Il conio, tuttavia, è stato definitivamente attribuito a Paul McCulley¹³⁰, che ha definito le “banche ombra” come una varietà di investimenti effettuati attraverso sistemi di prestito (*i.e.* veicoli e strutture) non bancari. Più precisamente, ha descritto il sistema affermando che *“Unlike regulated real banks, who fund themselves with insured deposits, backstopped by access to the Fed’s discount window, unregulated shadow banks fund themselves with un-insured commercial paper, which may or may not be backstopped by liquidity lines from real banks. Thus, the shadow banking system is particularly vulnerable to runs – commercial paper investors refusing to re-up when their paper matures, leaving the shadow banks with a liquidity crisis – a need to tap their back-up lines of credit with real banks and/or to liquidate assets at fire sale prices.”*¹³¹.

¹²⁹ Cfr RAJAN, *Has Financial Development Made the World Riskier?*, National Bureau Of Economic Research Working Paper No. 11728, 2005.

¹³⁰ Paul Allen Mc Culley, economista americano, già direttore generale della PIMCO (*Pacific Investment Company Management*), è un sostenitore dei principi dell’economia keynesiana ed è stato particolarmente influenzato da Hyman Minsky, autore della teoria della “instabilità finanziaria” sintetizzabile nel famoso paradosso “la stabilità è destabilizzante”. Mc Culley ha coniato i termini “*shadow banking*” e “*Minsky Moment*” che individua il punto di inversione da un periodo prolungato di espansione (crescita ingiustificata dei prezzi degli *assets* e conseguente speculazione) ad uno, generalmente breve ma intenso, di contrazione (necessità di rientrare dai debiti, crollo dei prezzi degli *assets*, deflazione e depressione).

¹³¹ McCULLEY, *Teton Reflections*, PIMCO Global Central Bank Focus, 2007. Per una comprensione più approfondita dei diversi aspetti che caratterizzano la *shadow banking* si consultino GRILLET-AUBERT, HAQUIN, JACKSON, KILLEEN, WEISTROFFER, *Assessing shadow banking – nonbank financial intermediation in Europe*, European Systemic Risk Board Occasional Paper No. 10, 2016, p. 3 “*Shadow banking can be broadly defined as credit intermediation performed outside the traditional banking system*”; ADRIAN, *Financial Stability Policies for Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 664, 2014 “[...] *shadow banking can be defined as maturity transformation, liquidity transformation and credit risk transfer outside of institutions with direct access to government backstops such as depository institutions, i.e. traditional commercial banks*”; CETORELLI, *Hybrid Intermediaries*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 705, 2014 “[...] *the concept of hybrid intermediaries: financial conglomerates that control a multiplicity of entity types active in the “assembly line” process of modern financial intermediation, a system that has become known as shadow banking.*”; ADRIAN, ASHCRAFT, CETORELLI, *Shadow Banking Monitoring*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 638, 2013 “*The shadow banking system consists of a web of specialized financial institutions that conduct credit, maturity, and liquidity transformation without direct, explicit access to public backstops*”; PEROTTI, *The root of shadow banking*, CEPR Policy Insight No. 69, 2013 “*The shadow banking sector is an ill-defined financial segment that expands and contracts credit outside the regulatory perimeter.*” Più in generale DI PERNA, *Lo shadow banking system e il ruolo dei fondi di credito nell’intermediazione creditizia la “zona d’ombra” della vigilanza prudenziale*, Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia, 2016, n. 1, p. 36 ss.; CLAESSENS, RATNOVSKI, *What Is Shadow Banking?*, International Monetary Fund Working Paper, No. 25, 2014, p. 4; CLAESSENS, EVANOFF, KAUFMAN, LAEVEN, *Shadow Banking Within and Across National Borders*, Londra, World Scientific Publishing, 2015; International Monetary Fund IMF, *Global Financial Stability Report Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking Curbing Excess while Promoting Growth*, Chapter 2, *Shadow Banking around the Globe: How Large, and How Risky?*, 2014, p. 65 ss.; ADRIAN, ASHCRAFT, *Shadow Banking: A*

Nel decennio che ha preceduto la crisi finanziaria, il fenomeno della *shadow banking* negli Stati Uniti d'America e nell'area Euro è cresciuto rapidamente sulla base di un modello di *business* che, combinato con modalità di finanziamento formulate su forti indebitamenti e finanziamenti a breve termine da un lato e cartolarizzazioni altamente speculative, ma a lungo termine (quali i mutui ipotecari) dall'altro¹³². Sulla scia dell'aumento del numero di mutui *sub-prime* negli Stati Uniti, le banche ombra hanno avvertito una forte contrazione in termini di finanziamenti, con un andamento molto simile a quello di una banca¹³³. Le turbolenze che affliggevano questo settore dell'economia si diffusero rapidamente anche al settore bancario tradizionale, comportando un panico diffuso e simile a quello che caratterizzò la Grande Depressione¹³⁴.

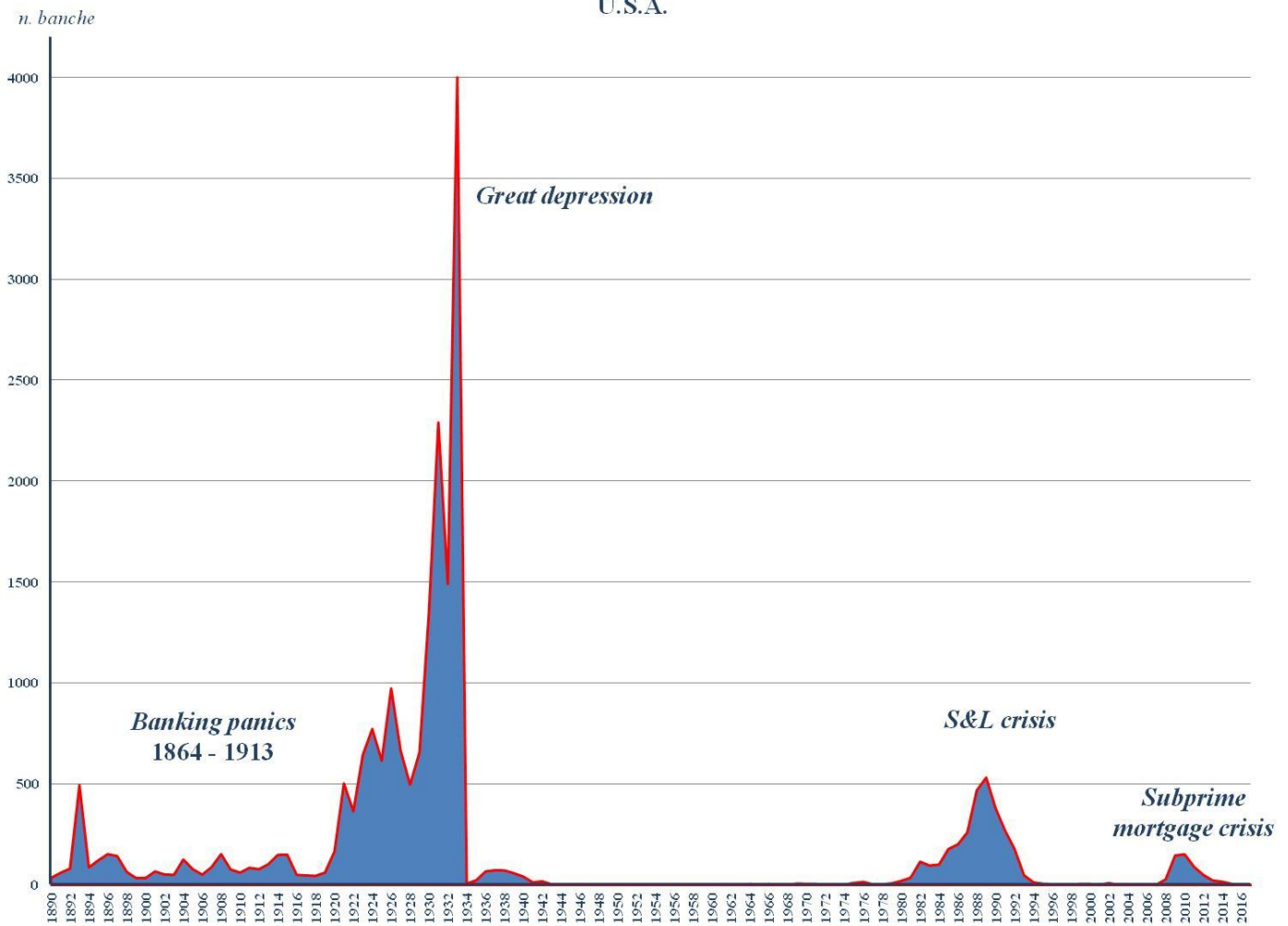
Review of the Literature, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 580, 2012; POZSAR, ADRIAN, ASHCRAFT, BOESKY, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 458, 2010; STEIN, *Securitization, Shadow Banking, and Financial Fragility*, in *Daedalus*, 2010, V. 139, No. 4, pp. 41 ss.

¹³² European Securities and Markets Authority ESMA, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, No. 2, 2015, pp. 36; TOBIAS, ASHCRAFT, *Shadow banking: a review of the literature*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 580, October 2012; Commissione Europea, *Il sistema bancario ombra: affrontare le nuove fonti di rischio nel settore finanziario*, Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo, COM(2013) 614 final, Bruxelles, 4.9.2013, p.10; POZSAR., ADRIAN, ASHCRAFT, BOESKY, *Shadow banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 458, 2010, p. 14.

¹³³ ERRICO, HARUTYUNYAN, LOUKOIANOVA, WALTON, KORNIYENKO, AMIDŽIC, ABUSHANAB, SHIN, *Mapping the Shadow Banking System Through a Global Flow of Funds Analysis*, IMF Working Paper, No. 10, 2014, p. 23.

¹³⁴ GEANAKOPOLOS, *Solving the present crisis and managing the leverage cycle*, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1751, Yale University, 2010; COLOMIRIS, MASON, *Contagion and Bank Failures during the Great Depression: The June 1932 Chicago Banking Panic*, in *American Economic Review*, 1997, V. 87, No. 5, pp. 863 ss.; BERNANKE, *The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, 1995, Vol. 27, n. 1, pp. 1 ss.; GORTON, *Bank regulation when "Banks and Banking" are not the same*, in *Oxford Review of Economic Policy*, V. 10, No. 4, 1994, pp. 106 ss.; BERNANKE, *Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, in *American Economic Review*, V. 73, No. 3, 1983, pp. 257 ss.

Fallimenti banche U.S.A.



Fonti: FDIC Federal Deposit Insurance Corporation.
U.S. Department of Commerce - Bureau of the Census

Dopo un breve arresto negli anni focali della crisi, la *shadow banking* sia negli Stati Uniti che nell'area Euro ha continuato a crescere negli ultimi anni, sia in termini assoluti, che relativi (ovvero rispetto ai settori bancari tradizionali). Ciò non solo ha portato a preoccupazioni per la stabilità finanziaria di queste economie, ma anche forti dubbi a causa della natura ancora in gran parte non regolamentata del “sistema bancario ombra”¹³⁵.

¹³⁵ CONSTÂNCIO, *Challenges for the European banking industry*, discorso tenuto alla Conferenza su “*European Banking Industry: what's next?*”, University of Navarra, Madrid, 7 July 2016, reperibile su https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160707_1.en.html; GORTON, METRICK, *Regulating the Shadow Banking System*, Brookings Paper on Economic Activity, 2010, pp. 261 ss.; ADRIAN, ASHCRAFT, *Shadow Banking: A Review of the Literature*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 580, 2012, pp. 1-16; POZSAR, *Shadow banking: The Money View*, Office of Financial Research Working Paper, No. 4, 2014, p. 63 ss.; MOREIRA, SAVOV, *The Macroeconomics of Shadow Banking*, NBER Working Paper No. 20335, 2014; ADRIAN, *Financial Stability Policies for Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 664, 2014; Financial Stability Board FSB, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, 29 August 2013 http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf. Una ricostruzione più tecnica delle esigenze di

Al fine di valutare e mitigare i rischi di “sistema bancario ombra”, il *Financial Stability Board* (FSB) ha adottato un approccio "*function-based*", che permette al legislatore di mettere a fuoco un'attività “para-bancaria” e i potenziali rischi che questa può comportare¹³⁶.

A tal proposito, nel novembre 2010, in occasione del vertice di Seul, i *leaders* del G20 sottolineavano che, con il completamento dei nuovi *standard* di regolamentazione per le banche, potenziali lacune normative sarebbero potute emergere nel settore della “*shadow banking*” e pertanto spingevano il FSB, in collaborazione con altre autorità del mercato, a sviluppare raccomandazioni per rafforzare la supervisione e la regolamentazione di questo settore dell'economia¹³⁷. In risposta alla richiesta del G20, il FSB ha deciso di istituire un'apposita *task force* nel dicembre 2010; fin dall'inizio, infatti, apparve chiaro che il compito più difficile sarebbe stato quello di individuare una definizione funzionale del "sistema bancario ombra", sulla base del quale impostare un processo di monitoraggio efficiente e immaginare possibili misure di regolamentazione¹³⁸.

Dopo ampia discussione, la *task force* FSB ha adottato un approccio bifasico: è stato deciso che le autorità, partendo dall'ampia definizione suggerita (“*a system of credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system*”)

regolamentazione di questo fenomeno è stata elaborata da GRILLET-AUBERT, HAQUIN, JACKSON, KILLEEN, WEISTROFFER, *Assessing shadow banking – nonbank financial intermediation in Europe*, European Systemic Risk Board Occasional Paper, No. 10, 2016, p. 2 ss., “Owing to the disruptive events in the shadow banking system during the global financial crisis, policymakers and regulators have sought to strengthen the monitoring framework and to identify any remaining regulatory gaps. In accordance with its mandate, the European Systemic Risk Board (ESRB) has engaged in developing a monitoring framework to assess systemic risks in the European Union (EU) shadow banking sector. This assessment framework provides the basis for the EU Shadow Banking Monitor, which will be published each year by the ESRB. The framework also feeds into the ESRB’s Risk Dashboard, internal risk assessment processes and the formulation and implementation of related macro-prudential policies. The ESRB’s Joint Advisory Technical Committee (ATC)-Advisory Scientific Committee (ASC) Expert Group on Shadow Banking (JEGS) has accordingly engaged in: (i) conducting a stocktake of relevant available data and related data gaps; (ii) defining criteria for risk mapping in line with the work of the Financial Stability Board (FSB) in this area; (iii) deriving indicators using this methodology for the purposes of the ESRB’s risk monitoring and assessment.”.

¹³⁶ Financial Stability Board FSB, *Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board*, 12 April 2011, p. 6, consultabile su http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf; GENNAIOLI, SHLEIFER, VISHNY, *A Model of Shadow Banking*, in *Journal of Finance*, V. 68, No. 4, 2013, pp. 1331 ss.; VAN DER VEER, KLAUIJSEN, ROERINK, *Shedding a clearer light on financial stability risks in the shadow banking system*, De Nederlandsche Bank Occasional Studies, Vol. 13, No. 7, 2015, p. 27 ss.; Financial Stability Board FSB, *Global shadow banking monitoring report 2014*, 30 October 2014, p. 13 ss.; International Monetary Fund IMF, *Financial Stress and Deleveraging: Macro-Financial Implications and Policy*, Global Financial Stability Report, October 2008. Financial Stability Board, *Transforming shadow banking into resilient market-based finance. An overview of progress*, 12 November 2015.

¹³⁷ ADRIAN, ASHCRAFT, CETORELLI, *Shadow Bank Monitoring*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 638, 2013.

¹³⁸ European Systemic Risk Board ESRB, *EU Shadow Banking Monitor*, No 1, July 2016; ORDONEZ, PIGUILLEM, *Retirement in the Shadow (Banking)*, paper presentato al Society for Economic Dynamics Annual Meeting, Varsavia 25-27 giugno 2015; ORDONEZ, *Sustainable Shadow Banking*, NBER Working Paper No. 19022, 2013; Financial Stability Board FSB, *Strengthening the Oversight and Regulation of Shadow Banking*, Progress Report to G20 Ministers and Governors, 16 April 2012 consultabile su http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_120420c.pdf?page_moved=1.

avrebbero dovuto, quindi, individuare un ambito più specifico che mettesse in evidenza il concetto di “[...] *systemic risk concerns, in particular by maturity/liquidity transformation, leverage and flawed credit risk transfer, and/or ii) regulatory arbitrage concern*”¹³⁹.

Ciò che risulta subito evidente è che la suddetta definizione non specifica il regime normativo da adottare. Tanto è vero che agli arbori dello scoppio della crisi finanziaria, la “*shadow banking*” era regolata solamente in alcune giurisdizioni; nella maggior parte dei casi era ed è disciplinata a maglie estremamente larghe o non considerata affatto nell’ordinamento giuridico. Per tale motivo sono stati numerosissimi i casi in cui, solo a seguito della crisi finanziaria, i paesi hanno avviato un vasto processo di riforme che ha rimodellato sia il quadro di regolamentazione e di vigilanza bancario, che quello non bancario. A tal proposito, come già accennato precedentemente, un ruolo importante è svolto dalle operazioni di cartolarizzazione¹⁴⁰.

In tal senso, le preoccupazioni vertevano principalmente su due profili. Il primo concerne il fatto che i flussi di denaro che permettono lo svolgimento di queste operazioni sono caratterizzati da estrema liquidità e sono crediti ormai molto prossimi alla scadenza; tendono, quindi ad essere utilizzati dalle banche per ottenere più facilmente finanziamenti a breve termine e di maggiori volumi rispetto ai canali tradizionali, quali i depositi. Questo crea un *gap* rilevante tra crediti verso la clientela e depositi, in quanto, invece di procurarsi *assets* più stabili per svolgere l’attività di finanziamento, le banche fanno affidamento su fonti più economiche, ma anche più volatili¹⁴¹.

Su questo processo si innesta un secondo livello di intermediazione, come uno strumento funzionale, ma che non risulta nel meccanismo ufficiale e in grado di creare un effetto moltiplicativo della leva finanziaria; tale ulteriore operazione viene effettuata, normalmente, attraverso un’intermediazione collaterale¹⁴². L’esempio che probabilmente meglio può spiegare la gravità e la portata degli effetti a cui tali meccanismi possono condurre è la

¹³⁹ Financial Stability Board FSB, *Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board*, 12 April 2011, p. 3 consultabile su http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf.

¹⁴⁰ CETORELLI, *Hybrid Intermediaries*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 705, 2014, p. 4 ss.; PLANTIN, *Shadow Banking and Bank Capital Regulation*, in *Review of Financial Studies*, V. 28, No. 1, 2015, 28, pp. 146 ss.; CLAESSENS, ZOLTAN, RATNOVSKI, SINGH, *Shadow Banking: Economics and Policy*, International Monetary Fund, Staff Discussion Note, 4 December 2012, pp. 7 ss.

¹⁴¹ Bank of England, *The failure of HBOS plc (HBOS). A report by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Prudential Regulation Authority (PRA)*, 2015, nel quale specifica evidenza risulta dal grafico 2.58, p. 128.

¹⁴² Questo processo aumenta la liquidità del mercato. Si veda MULEY, *Impact of monetary policy on collateral reuse*, in *Journal of Market Infrastructures*, V. 5, No. 1, 2016, pp. 83 ss. Per una ulteriore disamina più approfondita di questi temi si legga, CETORELLI, MANDEL, MOLINEAUX, *The Evolution of Banks and Financial Intermediation: Framing the Analysis*, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, V. 8, No. 2, July 2012, pp. 2 e 8. CETORELLI, *Hybrid Intermediaries*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 705, 2014, p. 4 ss., p. 17.

situazione della Lehman Brothers: nello specifico, quando i clienti dell'attività di intermediazione privilegiata della società, i quali le avevano permesso di reipotecare i titoli contenuti in alcuni portafogli per ottenere dei finanziamenti, sono stati inizialmente considerati creditori chirografari, ma si sono poi trovati nell'impossibilità di accedere ai propri risparmi quando la suddetta società ha dichiarato la bancarotta¹⁴³. Per altro, proprio per evitare il ripetersi di tali vicende, nelle transazioni concluse successivamente allo scoppio della crisi finanziaria, molti *hedge-funds* hanno inserito dei limiti per individuare il tetto superato il quale non è più possibile per un *broker* reipotecare i beni.

Un altro elemento che di certo non può essere ignorato per avere un quadro completo del fenomeno, sono i *money market funds* (MMFs). Infatti, gli MMFs sono fondi a breve termine, specializzati nell'offerta di liquidità anche su base quotidiana, con rendimenti basati sull'andamento del mercato, caratterizzati da enorme diversificazione del capitale su cui investire, ma anche del tipo di investitore (si varia da investitori al dettaglio a quelli istituzionali). Costituiscono una fonte di finanziamento per diverse istituzioni, comprese le banche, come principali acquirenti del debito a breve termine di enti commerciali e governativi e sono molto attivi nel mercato “*repo*”¹⁴⁴. MMFs, che sono stati valutati per circa 3 trilioni di dollari di *assets* a livello mondiale, sono uno strumento particolarmente conveniente per le società non finanziarie desiderose di depositare grandi quantità di denaro (oltre la soglia dei depositi che possono essere assicurati) in conti distinti che offrono ottime opportunità di remunerazione. La maggior parte degli MMFs europei si trovano in Irlanda e Lussemburgo, principalmente per motivi fiscali.

Durante la crisi, l'interazione negativa tra *broker-dealers* e MMFs ha raggiunto il suo picco nella primavera del 2008, quando gli eventi relativi alla crisi di Bear Stearns hanno fatto venire a galla gli ampi rischi del mercato *repo* – spingendo la Federal Reserve a creare la *Primary Dealer Credit Facility* nel marzo 2008 – e durante la crisi la Lehman Brothers, nel settembre dello stesso anno. Come fatto notare dal Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, “[i]n the days after Lehman Brothers failed and the Reserve Primary Fund, a \$62 billion prime MMF, ‘broke the buck’, investors redeemed more than \$300 billion from prime MMFs. Commercial paper markets shut down for even the highest quality issuers. Only the Treasury’s guarantee of more than \$3 trillion of MMF shares, a series of liquidity programs

¹⁴³ European Systemic Risk Board ESRB, *The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector*, 2014, pp. 55-56 consultabile su https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303_esrb_handbook_mp.en.pdf.

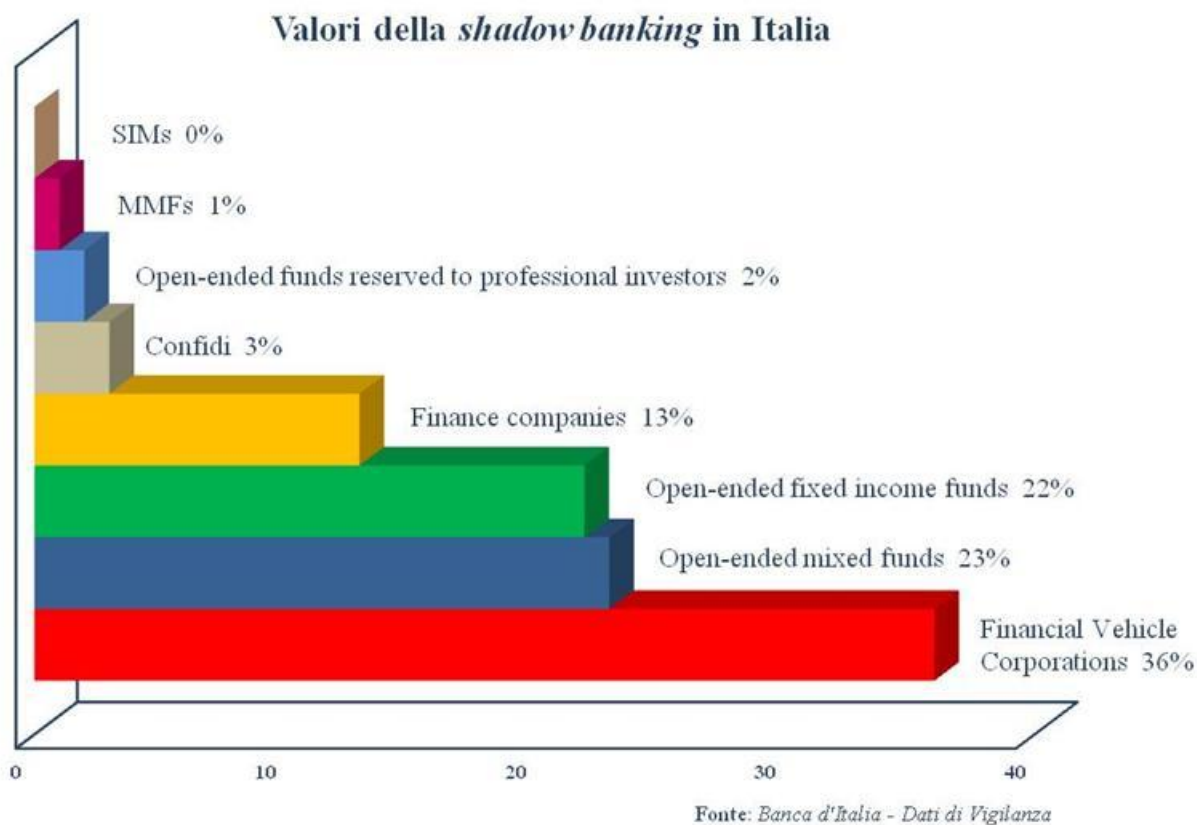
¹⁴⁴ COPELAND MARTIN, WALKER, *Repo Runs: Evidence from the Tri-Party Repo Market*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 506, 2011, Revised 2014, p. 6.

by the Federal Reserve and support from many fund sponsors stopped the run and helped MMFs meet their shareholders' redemption requests in a timely manner"¹⁴⁵.

1.7.1 La "shadow banking" in Italia

In Italia, l'approccio di gestione del fenomeno della *shadow banking*, ha da sempre avuto l'obiettivo di essere sufficientemente flessibile nell'individuazione di nuove forme di rischi dallo stesso creati, ma, allo stesso tempo, vuole essere completamente integrato con un approccio che si concentra sulle istituzioni finanziarie (piuttosto che esclusivamente sulle attività)¹⁴⁶.

Intorno alla fine del 2015, le cartolarizzazioni hanno contribuito al "sistema bancario ombra" italiano con circa € 168.000.000.000, contro € 183.000.000.000 alla fine del 2010.



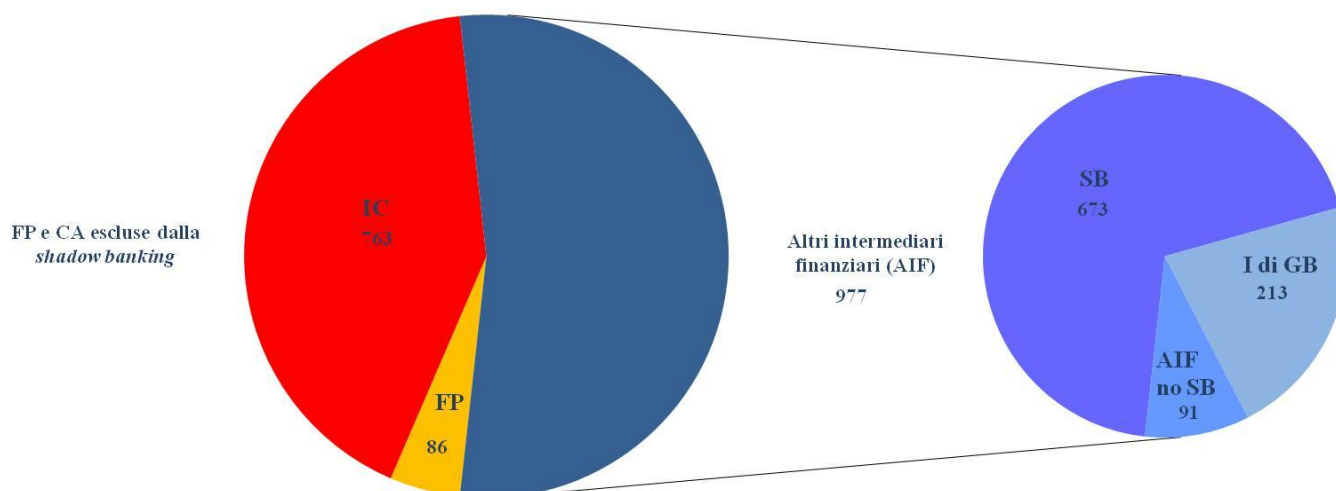
¹⁴⁵ U.S. Department of the Treasury, *Secretary Geithner Sends Letter to FSOC Members on Necessary Money Market Fund Reforms*, 27 September 2012 consultabile su <https://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/geithner-fsoc-letter.aspx>.

¹⁴⁶ BAKK-SIMON, BORGIOLI, GIRON, HEMPELL, MADDALONI, RECINE, ROSATI, *Shadow Banking in the Euro Area. An Overview*, European Central Bank Occasional Paper Series No. 133, 2012; Financial Stability Board FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*, 27 October 2011 consultabile su http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf?page_moved=1; BRUNI, *Banking and Financial Reregulation Towards 1992: The Italian Case*, in Dermine Jean, *European Banking in the 1990s*, Cambridge MA, Wiley-Blackwell, 2 ed., 1993, pp. 241 ss.

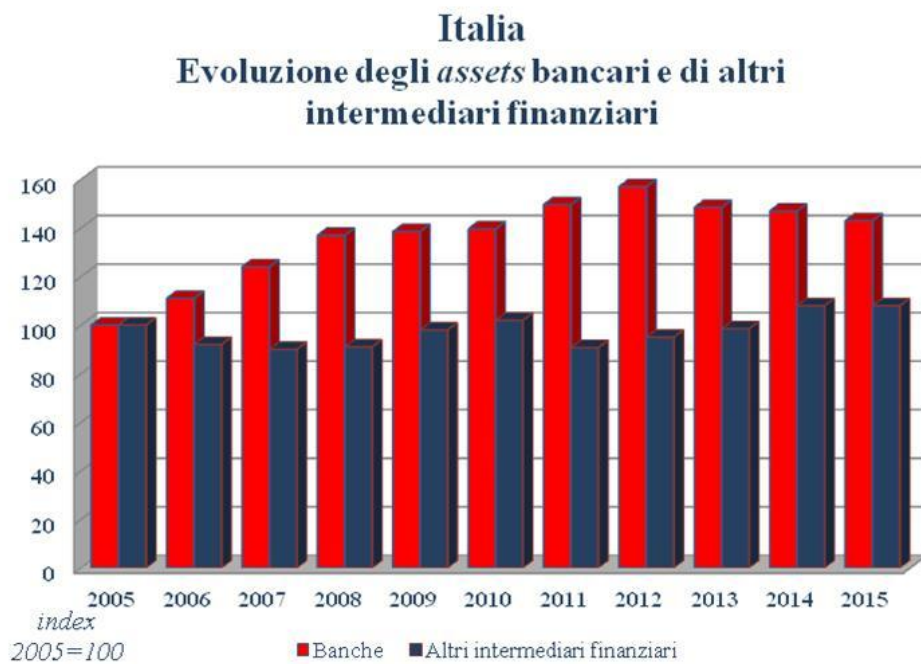
Intermediazione finanziaria non bancaria ITALIA - 2015 <i>(miliardi di euro)</i>			
FP e CA escluse dalla <i>shadow banking</i>	849	Compagnie assicurative (CA)	763
		Fondi pensione (FP)	86
Altri Intermediari Finanziari (AIF)	977	<i>Shadow banking</i> (SB)	673
		Intermediari (I) parte di Gruppi Bancari (GB)	213
		AIF non inclusi in <i>shadow banking</i> (AIF no SB)	91

Fonte: Banca d'Italia - Dati di Vigilanza

Intermediazione finanziaria alternativa
ITALIA - 2015
(miliardi di euro)

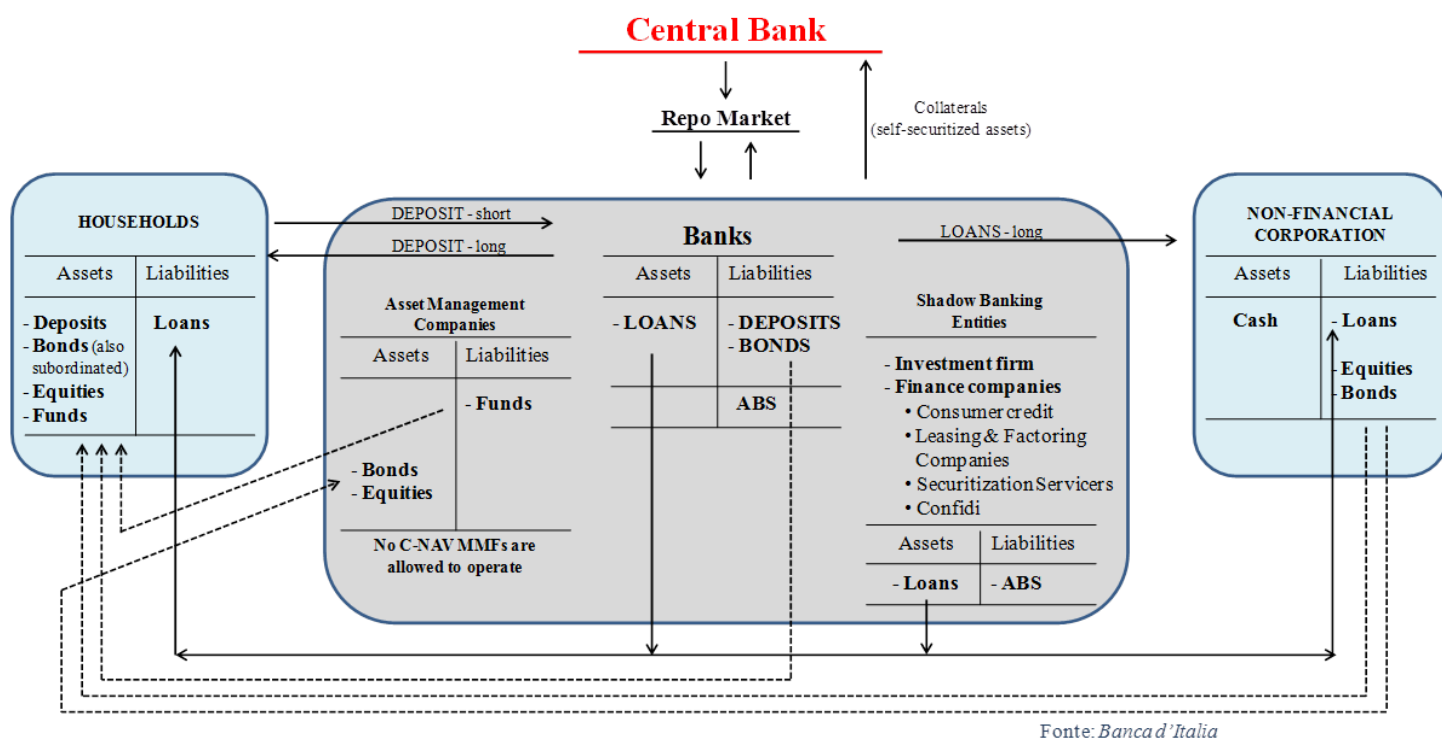


Dopo la crisi finanziaria, il quadro normativo e di vigilanza è stato migliorato ulteriormente, anche sulla base del vasto insieme di riforme promosse da diversi organismi ed istituzioni internazionali, tra cui l'EBA, l'ESMA, il ESRB, il Comitato di Basilea e la Commissione europea. In termini di sistema di vigilanza (*i.e.* requisiti prudenziali e strumenti normativi), in Italia non c'è attualmente alcuna differenza sostanziale tra le banche commerciali “tradizionali”, quelle di investimento, le imprese di investimento e le società finanziarie. Le regole di consolidamento vengono applicate facendo leva su una precisa definizione giuridica di “gruppo bancario”.



Fonte: Banca d'Italia - Flusso di Fondi

Lo schema di seguito riportato mostra una rappresentazione stilizzata del sistema bancario italiano e del ruolo dell'intermediazione di quello “ombra”.



A partire dalla metà degli anni '90, il perimetro del regime della regolamentazione prudenziale italiano è sempre stato molto ampio. Questo comprende, oltre alle banche, diverse istituzioni non bancarie e strumenti di gestione del credito (in particolare tramite operazioni di cartolarizzazione)¹⁴⁷.

¹⁴⁷ La BCE ha valutato l'impatto sul PIL dei salvataggi pubblici nell'area euro, stimando, per gli anni dal 2008 al 2013, una incidenza del 5,1%. Valori diversi si registrano nei diversi paesi: il valore più alto è dell'Irlanda (37,3% con un picco nel 2010 del 55%), seguita da Grecia (24%), Slovenia (14,2%), Cipro (10,5%), Portogallo (10,4%). Valori mediamente più bassi sono registrati in Germania (8,8%), Regno Unito (6,3%), Paesi Bassi (6,1%), Lussemburgo (5,7%), Lettonia (5,0%), Spagna (4,9%) Belgio (3,9%) e Austria (3,1%). La Francia e l'Italia limitano gli interventi di salvataggio finanziario rimanendo sotto la soglia del 0,2% del PIL, mentre nessun intervento, e quindi impatto pari a zero, per Estonia, Malta, Finlandia e Slovacchia. MAURER, GRUSSENMEYER, *Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact*, European Central Bank Statistics Paper Series No. 7, 2015, p. 19. Per quanto riguarda il caso dell'Italia, oltre all'ovvia necessità di limitare l'impatto sulle finanze pubbliche, la maggior parte delle difficoltà nel settore bancario sono emerse successivamente e non sono state connesse alla necessità di affrontare i "rischi bancari ombra", ma piuttosto a trattare con gli effetti molto più tradizionali della lunga e straordinariamente profonda recessione. GOLA, BURRONI, COLUMBA, ILARI, NUZZO, PANZARINO, *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza Occasional Paper No. 372, 2017, p. 30. Cfr. European Banking Authority, *Report on institutions' exposures to 'shadow banking entities'*, 2015 consultabile su <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+institutions+exposures+to+shadow+banking+entities.pdf>.

Nello specifico, il TUB e il TUF hanno fornito alle autorità tutti gli strumenti di vigilanza necessari ed adeguati per realizzare i loro obiettivi attraverso una prudente vigilanza su diverse istituzioni e attività.

Il quadro normativo viene costantemente aggiornato per inglobare e gestire nuove forme di rischi connessi al fenomeno – in continua evoluzione - della *shadow banking* che dovessero sorgere¹⁴⁸.

Infatti, in primo luogo, è importante raggiungere un livello più elevato di coerenza e sistematicità nel quadro normativo a livello generale (senza, però, sovraccaricare il mercato con vincoli e obblighi superflui), onde evitare singole iniziative in vari segmenti di mercato, sia sul territorio nazionale che in termini di prassi transfrontaliere tra istituti bancari e istituzioni finanziarie in relazione a determinate attività. La stabilità finanziaria è un obiettivo che va perseguito a livello mondiale e anche il più rigoroso quadro politico di un paese non protegge il sistema da possibili effetti o fattori negativi, se non viene adottato e applicato uniformemente in tutte le giurisdizioni.

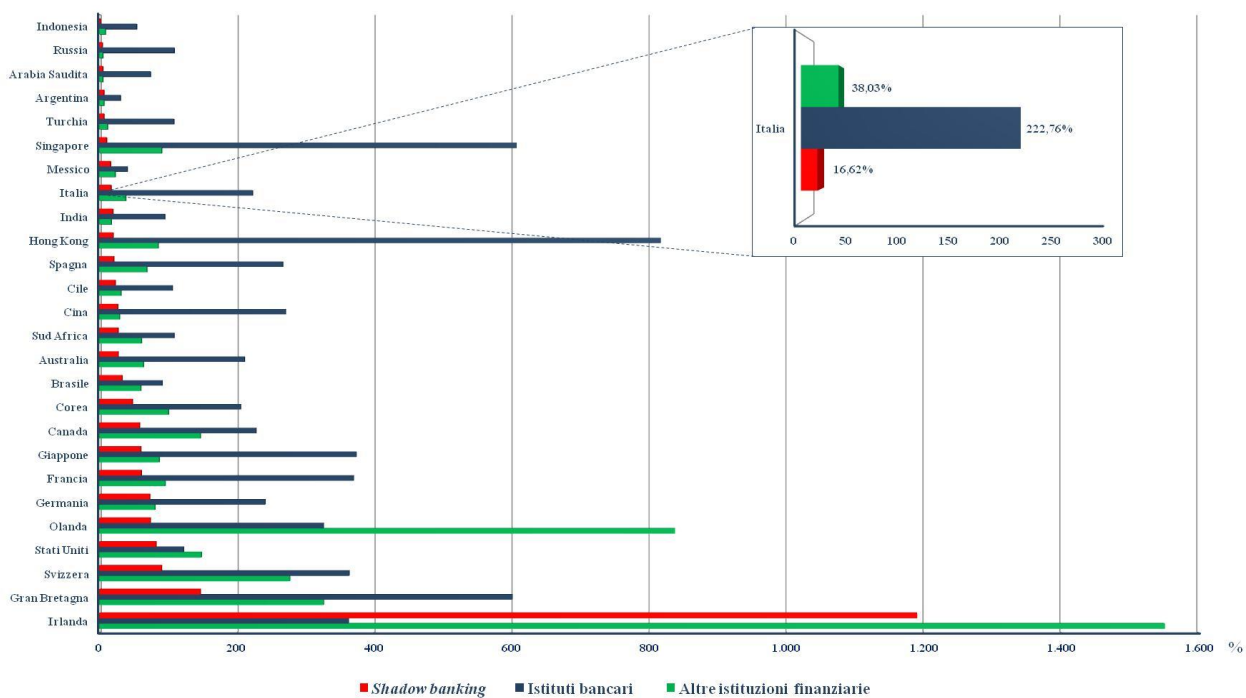
Inoltre, un importante ruolo è svolto dal perimetro normativo della legislazione sul tema. In Italia la sua ampiezza si è rivelata molto utile nel contenimento dei rischi bancari “ombra”; infatti, è stato ritenuto essenziale integrare l'approccio che focalizza il suo intervento sulle attività (in particolare sul monitoraggio dei rischi) con l'approccio che guarda alle istituzioni che costituiscono gli attori principali del fenomeno (in particolare per far rispettare la normativa). Da un lato, le "attività ombra" mutano continuamente, in quanto il mercato e l'ambiente normativo cambiano; d'altra parte, gli intermediari sono in ultima analisi, il punto corale in termini di rispetto delle disposizioni normative.

Il sistema bancario “ombra” ha negli anni costantemente guadagnato terreno rispetto al settore bancario tradizionale e lo ha addirittura superato per un breve periodo dopo il 2000¹⁴⁹.

¹⁴⁸ BAKK-SIMON, BORGIOLO, GIRON, HEMPELL, MADDALONI, RECINE, ROSATI, *Shadow Banking in the Euro Area. An Overview*, European Central Bank Occasional Paper Series No. 133, 2012; CIOCCA, *The Italian Financial System Remodelled*, London, Palgrave Macmillan, 2005, pp. 80-81. Per un'analisi completa dei possibili approcci normativi all'innovazione finanziaria si veda GOLA, ILARI, *Financial innovation oversight: a policy framework*, Financial innovation oversight: a policy framework, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza Occasional Paper No. 200, 2013. Per ulteriori approfondimenti si vedano, inoltre, Office of the Comptroller of the Currency, *Supporting Responsible Innovation in the Federal Banking System: An OCC Perspective*, Washington, D.C., March 2016 reperibile su <http://consumerbankers.com/sites/default/files/OCC%20whitepaper%20fin%20inno%282%29.pdf>; Financial Conduct Authority FCA, *Regulatory sandbox*, November 2015 reperibile su <https://www.fca.org.uk/publication/research/regulatory-sandbox.pdf>.

¹⁴⁹ VALUKAS, *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner's Report*, 11 March 2010, p. 3, reperibile su <https://web.stanford.edu/~jbulow/Lehmandocs/menu.html>. L'autore, *chairman* dello studio legale Jenner & Block di Chicago, nel 2009 fu incaricato dal Tribunale fallimentare di New York di esaminare le cause del fallimento Lehman Brothers. Il Report, di 2200 pagine, presentato l'11 marzo 2010 alla United States Bankruptcy Court Southern District of New York, analizza in dettaglio le cause di quello che fu il più grande

% del PIL di *shadow banking*, istituti bancari e altre istituzioni finanziarie (2014)



Fonte: Financial Stability Board, Milken

Basti pensare che dal 1978 al 2007, l'ammontare del debito accumulato dal settore finanziario è salito da \$ 3 trilioni a \$ 36 trilioni, più che raddoppiando in percentuale al prodotto interno lordo e che nel 2005, le 10 maggiori banche commerciali americane possedevano circa il 55% degli *assets* del settore, più del doppio del livello raggiunto nel 1990. Inoltre, alla vigilia della crisi nel 2006, i profitti del settore finanziario costituivano il 27% di tutti i profitti aziendali generati negli Stati Uniti (un incremento del 15% dal 1980).

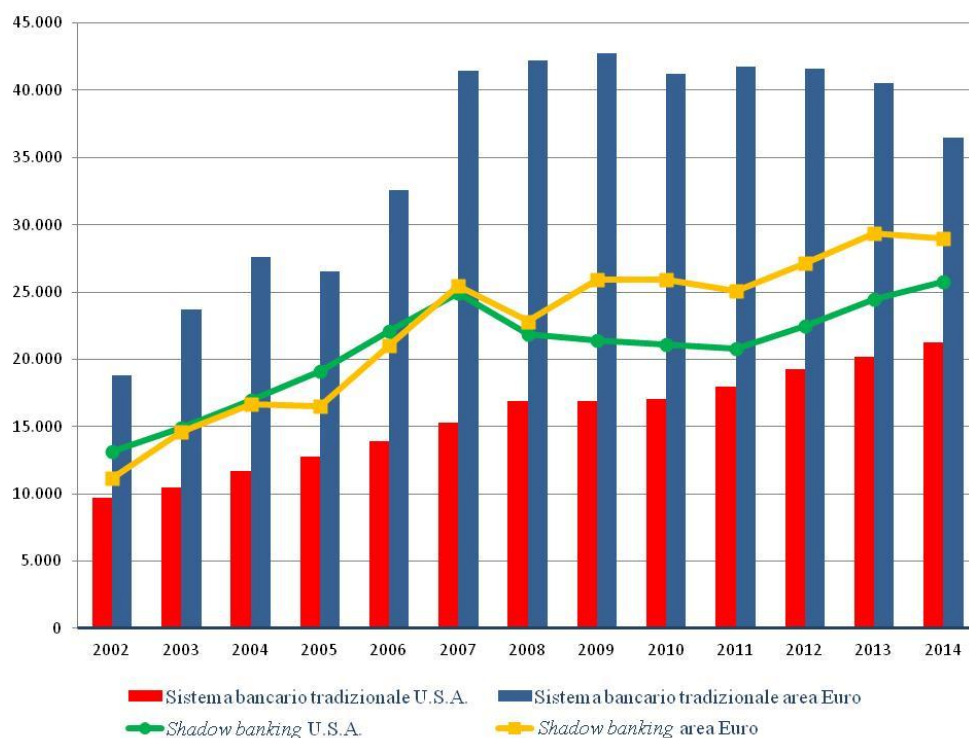
Gli istituti bancari sostengono che tale crescita sia dovuta principalmente al *Glass-Steagall Act*, che ha reso la partecipazione delle banche commerciali ai mercati dei valori mobiliari strettamente limitata (anche se ciò, ad onor del vero, è stato in gran parte per porre fine alle prassi del 1920, quando le banche vendevano titoli altamente speculativi ai depositanti in assenza di quasi ogni controllo)¹⁵⁰.

deposito di fallimento nella storia degli Stati Uniti.

¹⁵⁰ CALOMIRIS, *The Political Lessons of Depression-Era Banking Reform*, in *Oxford Review of Economic Policy*, V. 26, No. 3, 2010, pp. 540 ss.

Sistema bancario tradizionale e *shadow banking*

Miliardi USD



Fonte: FSB Financial Stability Board - Global Shadow Banking Monitoring Report 2015

1.8 Conclusioni

Ad oggi – e con il senno di poi – non è possibile accettare l'argomentazione che i regolatori (a vario titolo tra governo e Autorità) non avevano il potere di proteggere il sistema finanziario. Si ritiene, piuttosto, che avessero un ampio potere in numerose circostanze, ma, per diversi motivi, hanno preferito non farne uso.

Tre esempi possono chiarire meglio il concetto: la SEC avrebbe potuto richiedere una somma di capitale a tutela degli investimenti maggiore e avrebbe, così, fermato – o quanto meno limitato – le note prassi di concessione del credito estremamente rischiose delle grandi banche di investimento. La FRB di New York (d'accordo con il Governo e non solo) avrebbe potuto rendere vietati le pratiche sicuramente pericolose di Citigroup nel periodo precedente alla crisi. Il legislatore avrebbe potuto tenere sotto controllo il fenomeno delle cartolarizzazioni dei mutui, prima che diventasse completamente ingestibile. Anzi, v'è di più. Non solo nessuno dei soggetti dotati di poteri legislativi e regolamentari non si è attivato come in suo dovere, ma in numerosissime circostanze hanno tutti preferito anche incentivare le prassi dei principali e più potenti attori del mercato e i fenomeni che si venivano a creare di conseguenza, tramite, ad esempio, l'attribuzione di giudizi costantemente positivi su attività da loro supervisionate e una rimodulazione degli stessi solo quando la crisi era ormai

inevitabile (se non già in atto). E ancora: anche nelle ipotesi in cui mancassero i poteri, avrebbero potuto attivare differenti meccanismi che permettessero loro comunque di intervenire.

Un approccio più energico alla regolamentazione dell'attività bancaria sembra richiedere un totale cambiamento di approccio. Solo una parte limitata degli *assets* bancari – come le partecipazioni in titoli – può essere utilizzata come “*commodity risks*”. Al contrario, la maggior parte degli *assets* bancari – soprattutto i prestiti – sono rischi idiosincratichi la cui quantificazione richiede l'associazione ad essi non solo dei parametri oggettivi di valutazione (non sempre facile) delle informazioni e delle statistiche relative alla distribuzione dei rischi, nonchè derivate dalla distribuzione del rischio, ma anche la capacità di *screening* e monitoraggio dei prestiti. Questo sembra portare nella necessità di valutare il rapporto sulla base del quale ogni prestito è stato effettuato i suoi successivi sviluppi.

Un approccio probabilmente più efficace potrebbe richiedere una cessione del credito *pro soluto* nei modelli di attività bancaria, in modo da far sì che differenti modelli di *business* possano generare diverse strategie per monitorare i prestiti concessi ai richiedenti; infatti, è stato verificato che un'attività di monitoraggio rende le banche più efficienti e profittevoli¹⁵¹. E' evidente che i modelli di *business* non possono essere modificati in tempi eccessivamente rapidi e, proprio per questo, le Autorità competenti avrebbero potuto e dovuto fornire indicatori ragionevoli e quanto più possibile efficaci, accompagnati da un necessario potenziamento dell'attività di vigilanza; tale innovazione, inoltre, sarebbe dovuta essere accompagnata da meccanismi che prevedevano anche la responsabilità quanto meno dei vertici della banca, affinché non continuassero a fare affidamento su quantificazioni del rischio puramente meccaniche ed eccessivamente teoriche¹⁵².

Inoltre, pur volendo riconoscere che l'adozione di un tale approccio alternativo alla

¹⁵¹ AKHIGBE, MCNULTY, *Bank Monitoring, Profit Efficiency and the Commercial Lending Business Model*, in *Journal of Economics and Business*, V. 63, 2011, pp. 531 ss.

¹⁵² Si legga la dissertazione di LLEWELLYN, *Fifty Years in the Evolution of Bank Business Models*, in BALLING, GNAN, *50 Years of Money and Finance - Lessons and Challenge*, Bruxelles, Larcier, 2013 pp. 319-354 su come la trasformazione del *bank business model* abbia contribuito allo sviluppo della grande crisi. MICHIE, OUGHTON, *Measuring Diversity in Financial Services Markets: A Diversity Index*, Centre for Financial and Management Studies Discussion Paper Series No. 113, 2013 invece valorizza i vantaggi e propone nuovi approcci nell'applicazione di diversi modelli. Si leggano inoltre CUEVAS, FISHER, *Cooperative Financial Institutions. Issues in Governance, Regulation, and Supervision*, World Bank Working Paper No. 82. Washington, DC, World Bank, 2013; MASERA, *Taking the Moral Hazard Out of Banking: The Next Fundamental Step in Financial Reform*, in *PSL Quarterly Review*, V. 64 No. 257, 2011, pp. 105 ss. e infine COCO, FERRI, *From shareholders to stakeholders finance: a more sustainable lending model*, in *International Journal of Sustainable Economy*, V. 2, No. 3, 2010, pp. 352 ss., che sostiene che le *stakeholder banks*, non concentrandosi solo sulla massimizzazione del profitto, forniscono modalità di prestito più sostenibili.

regolamentazione bancaria sarebbe stato allora troppo drastico, con il senno di poi¹⁵³, va per lo meno chiarito che superare il meccanismo del rischio ponderato per la valutazione degli *assets* avrebbe già potuto comportare un miglioramento¹⁵⁴. Infatti, affidandosi alla c.d. *leverage ratio*, si sarebbero potuti ottenere importanti vantaggi con un contenimento dei costi di *compliance* e pur mantenendo il *business model* invariato.

Nel tempo, poi, si ribadisce, un totale cambiamento di logica è anche necessario innanzitutto in relazione all'obiettivo della regolamentazione; in secondo luogo alle informazioni di rilievo (nonché della loro gestione) e al loro rapporto con la regolamentazione.

Per quanto riguarda la prima questione, sia gli accordi di Basilea¹⁵⁵, che le norme vigenti in materia di servizi finanziari nell'UE mirano a proteggere gli investitori (e, più, in generale, i clienti di istituti bancari con il precipuo scopo di rendere gli investimenti redditizi. Ciò implica che le attuali direttive comunitarie (si pensi alle principali di riferimento, ovvero quelle in materia di credito al consumo, ipoteche, le diverse direttive sulle assicurazioni, sui servizi di pagamento, sulla vendita a distanza di servizi finanziari, la MiFID I e II, l'IMD I e II) concentrandosi sulla vendita di servizi finanziari, vincolano l'intermediario a fornire numerose informazioni precontrattuali e mirano ad un'armonizzazione tecnica dei prodotti e del controllo sugli stessi, si trovano a trascurare tutti quegli aspetti concernenti il periodo (a volta decisamente lungo) successivo dei fruitori di detti servizi, quali la soddisfazione, il desiderio di "uscire dall'affare", eventuali rischi di usura, escussione, ricorso al giudice e

¹⁵³ HALDANE., *The Dog and the Frisbee*, Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's, 36th Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 31 August 2012, reperibile su <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/ah.pdf>.

¹⁵⁴ BLUNDELL-WIGNALL, ATKINSON, ROULET, *Bank business models and the Basel system: Complexity and interconnectedness*, in *OECD Journal of Financial Market Trends*, V. 2, 2013.

¹⁵⁵ Il Comitato di Basilea - inizialmente denominato il Comitato di regolamentazione bancaria e delle le pratiche di vigilanza - nasce dalla Banca centrale dei governatori dei paesi del "gruppo dei dieci" - Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia, Svizzera - alla fine del 1974 (e, a partire dal 1975, tiene incontri regolari almeno tre o quattro volte l'anno), a seguito di gravi perturbazioni su numerose valute internazionali e sui mercati dei capitali in generale. Il Comitato, con sede presso la Bank for International Settlements di Basilea, è stato fondato quindi per assicurare la stabilità finanziaria (migliorando la *governance* e *risk management* e rafforzando la trasparenza informativa e delle banche), nonché per alzare il livello della qualità della vigilanza bancaria in tutto il mondo e per servire come sede di confronto per valutare la miglior forma di cooperazione tra i paesi membri in termini di vigilanza bancaria. Fin dalla sua nascita, il Comitato di Basilea ha ampliato la sua struttura dal G10 a ben 45 istituzioni appartenenti a 28 differenti giurisdizioni. A partire dal concordato di Basilea (firmato nel 1975 ed emendato diverse volte nel corso degli anni), il Comitato ha stabilito una serie di norme internazionali per la regolamentazione bancaria, in particolare con riferimento agli accordi sull'adeguatezza patrimoniale, ormai comunemente noti come Basilea I, Basilea II e Basilea III. CANNATA, QUAGLIARIELLO, *Basel III and Beyond: A Guide to Banking Regulation After the Crisis*, London, Risk Books, 2011; BARR, JACKSON, TAHYAR, *Financial Regulation: Law And Policy*, St. Paul, MN, West Academic Foundation press, 2016, pp. ss.; KING, TARBERT, *Basel III: An Overview*, in *Banking & Financial Services Policy Report*, V. 30, No. 5, 2011, pp. 1 ss.

simili¹⁵⁶.

Così come chiaramente si evince dal quadro di Basilea¹⁵⁷, anche queste direttive si basano su un particolare modello di contratti di credito. Entrambi si concentrano sulla specifica fase della vendita e omettono il fatto che, secondo i principali cardini dell'intermediazione finanziaria e dei rapporti di prestito, tra i ruoli delle banche, vi sia anche quello di incanalare i risparmi verso usi produttivi, che richiede non solo di rendere l'investimento solido e proficuo, ma anche per proteggere i debitori – in qualità di fruitori del capitale - da prestiti azzardati o per loro inappropriati nell'ambito di contratti di credito a lungo termine¹⁵⁸. Dal punto di vista di un investitore, è evidente il vantaggio di ottenere la garanzia di avere un investimento fondato un rapporto contrattuale ben strutturato e monitorato. Da punto di vista del debitore, teoricamente, non vi è una palese necessità che si possa allineare alla prima; quella motivazione – probabilmente - può essere individuata nella capacità del debitore di sfruttare i vantaggi e le potenzialità, per esempio, del lavoro degli altri (“capitale umano”), in modo produttivo ed in modo da accrescere i proprio affari. In tal caso, egli può persino pensare di incrementare i rapporti contrattuali con il proprio creditore (*i.e.* l'investitore), così da stimolare quest'ultimo con un ulteriore incentivo ad aumentare il capitale investito in prestiti. Se, invece, i potenziali profitti che l'investitore può ottenere dipendono esclusivamente dalla “fortuna” che egli ha, verosimilmente l'intero rapporto di credito sarà fallimentare o, quanto meno, non supportato da sufficienti incentivi.

Per quanto riguarda il secondo punto di cui si diceva poche righe più su, le informazioni fornite agli investitori e la regolamentazione sono due strumenti che vanno ben calibrati affinché possano risultare efficaci. Taluni autori hanno finanche sostenuto che non possono

¹⁵⁶ NOGLER, REIFNER (a cura di), *The New Dimension: Life Time in the Law of Contracts and Obligations*, The Netherlands, Eleven International Publishing, 2014, p. 41 ss.

¹⁵⁷ Basel Committee on Banking Supervision BCBS, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Bank for International Settlements, December 2010 (rev June 2011); BALLETTA, *Le banche in Italia e l'Unione Bancaria Europea: (1988-2016)*, Caserta, IRSAF, 2016; HULL, *Risk management e istituzioni finanziarie*, Roma, LUISS University Press, 2015; DE HAAN, OOSTERLOO, SCHOENMAKER, *Financial markets and institutions: a European perspective*, Cambridge, Cambridge University Press, 3° ed 2015; Dispinsieri, *Basilea 3 e i nuovi obblighi di informativa al pubblico previsti dal terzo pilastro*, in *Bancaria*, 2014, 4, pp. 81 ss; MASERA, *US Basel 3. Final rule on bank's capital requirements: a different-size-fits-all approach*, in MASERA, GUIDA., *Does one size fit all?: Basel rules and SME financing*, Bologna, Il Mulino, 2014, pp.55 ss.; ACCETTELLA, *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, 4, pp. 462 ss.; MASERA, MAZZONI, *Basilea 3., Il nuovo sistema di regole bancarie dopo la grande crisi*, Milano, FrancoAngeli, 2012; CANNATA, QUAGLIARIELLO, *Basel III and Beyond: A Guide to Banking Regulation After the Crisis*, London, Risk Books, 2011; TONIOLO, *Central bank cooperation at the Bank for International Settlements 1930-1973*, New York, Cambridge University Press, 2005.

¹⁵⁸ NOGLER, REIFNER, *Introduction: The new dimension of life time in the law of contracts and obligations*, in NOGLER, REIFNER (a cura di), *The New Dimension: Life Time in the Law of Contracts and Obligations*, The Netherlands: Eleven International Publishing, 2014, pp. 1 ss.

che essere utilizzati alternativamente, ma non congiuntamente¹⁵⁹; costoro, invero, sostengono che il controllo dei mercati possa avvenire o attraverso la *disclosure* di informazioni ritenute utili agli investitori per valutare con cognizione di causa il proprio comportamento sul mercato o regolamentando i prodotti e i prezzi degli stessi¹⁶⁰. Utilizzando entrambi, si arriverà ad una situazione in cui le informazioni diverranno dei veri e propri doveri informativi (come è stato per lunghissimo tempo). Imposizioni che possono essere molto rigide¹⁶¹, ma – allo stesso tempo – non utili dal punto di vista regolamentare e che, per di più, vanno a discapito della vera e propria regolamentazione¹⁶². Peraltro, si argomenta, le informazioni in numerosi casi vengono fornite a persone le quali non ne hanno bisogno o perchè non hanno denaro sufficiente per poter effettuare degli investimenti o perché mancano dell'alfabetizzazione finanziaria necessaria per poterle utilizzare. Senza la necessità di informazioni, lo stesso metodo di *disclosure* delle informazioni è inutile e paternalistico¹⁶³.

Dunque, il presupposto che l'elemento fondamentale, per far sì che vengano conclusi contratti di credito a lungo termine che possano portare vantaggio e benefici per i debitori, consiste nella diffusione delle informazioni precontrattuali, si è dimostrato parzialmente infondato e in parte anche nocivo. Infatti, pur non volendo raggiungere gli estremi delle opinioni sopra citate, si può serenamente riconoscere che l'inversione di rotta nella regolazione dei servizi finanziari dalla – che ha traslato i doveri dalla mera *disclosure* di informazioni tipici della legislazione ISD¹⁶⁴ a quelli di *product governance* - ha decisamente migliorato la tutela della sicurezza e della giustizia di consumatori particolarmente

¹⁵⁹ NOGLER, REIFNER, *Introduction: The new dimension of life time in the law of contracts and obligations*, in NOGLER, REIFNER (a cura di), *The New Dimension: Life Time in the Law of Contracts and Obligations*, The Netherlands: Eleven International Publishing, 2014, p.32.

¹⁶⁰ European Social Contract Declaration EUSOCO, 11 February 2014, reperibile su www.eusoco.eu

¹⁶¹ Directive 2008/48/EC of the European Parliament and of the Council of 23 April 2008 on credit agreements for consumers and repealing Council Directive 87/102/EEC reperibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32008L0048>. In dottrina HANSON, KASHYAP, STEIN, *A macroprudential approach to financial regulation*, in *Journal of Economic Perspectives*, V. 25, No. 1, 2011, pp. 3 ss.

¹⁶² Così, la cosiddetta legge sui consumatori nell'UE rientra nell'ambito del diritto finanziario, che rispecchia il modello informativo tipico della protezione dei consumatori, ma omette la "legge di compensazione del mercato" che caratterizza, invece, il modello di protezione sociale dei consumatori. NOGLER, REIFNER, *Introduction: The new dimension of life time in the law of contracts and obligations*, in NOGLER, REIFNER (a cura di), *The New Dimension: Life Time in the Law of Contracts and Obligations*, The Netherlands: Eleven International Publishing, 2014, p. 41; CARRILLO, OLMEDO, *The EU Consumer Credit Directive 2008 in the Light of the EuSoCo Principles*, ivi, pp.467 ss.; REIFNER, *Responsible bankruptcy*, ivi, pp.367 ss.

¹⁶³ Cfr. AKERLOF, SHILLER, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton NJ, Princeton University Press, 2010.

¹⁶⁴ Direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, detta ISD (*Investment Services Directive*), reperibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex:31993L0022>.

vulnerabili¹⁶⁵. In tal modo si è arrivati a richiedere, tra le altre, la garanzia di una costante cooperazione delle parti contrattuali, la limitazione della risoluzione anticipata del contratto, la protezione della parte debole, l'impegno reciproco per un uso produttivo delle rispettive prestazioni, l'adattamento del contratto ai cambiamenti delle circostanze sociali ed economiche (così da ridurre anche i rischi sociali, quali il sovraindebitamento)¹⁶⁶. Per i contratti di credito, una simile iniziativa su base socio-economico più generale è stato fatto dalla coalizione europea per credito responsabile con i suoi sette principi del credito responsabile¹⁶⁷.

Inoltre, ritengo che non possa essere sottovalutato il fatto che una concezione delle banche come l'unica possibile fonte di accesso al credito¹⁶⁸, insieme alla convinzione che queste siano gli istituti più evoluti nel mondo della finanza¹⁶⁹, si è riflettuto sulla regolamentazione dei servizi bancari e finanziari sotto ogni punto di vista. Esempi di questo sono, come si diceva poc'anzi, i meccanismi di funzionamento del mercato basati principalmente sulla divulgazione di informazioni, ma anche la tutela di investitori piuttosto che dei mutuatari sotto diversi punti di vista (solo per citarne alcuni: gli *International Accounting Standards*, i meccanismi di *rating* utilizzati per determinare la ponderazione del rischio e i requisiti patrimoniali così come stabiliti in Basilea II e III e nella direttiva sul credito al consumo del 2008¹⁷⁰).

¹⁶⁵ NOGLER, REIFNER, *Introduction: The new dimension of life time in the law of contracts and obligations*, in NOGLER, REIFNER (a cura di), *The New Dimension: Life Time in the Law of Contracts and Obligations*, The Netherlands: Eleven International Publishing, 2014, p. 41.

¹⁶⁶ NOGLER, REIFNER, *Introduction: The new dimension of life time in the law of contracts and obligations*, in NOGLER, REIFNER (a cura di), *The New Dimension: Life Time in the Law of Contracts and Obligations*, The Netherlands: Eleven International Publishing, 2014, p. 21; European Social Contract Declaration EUSOCO, 11 February 2014, reperibile su www.eusoco.eu.

¹⁶⁷ NOGLER, REIFNER, *Introduction: The new dimension of life time in the law of contracts and obligations*, in NOGLER, REIFNER (a cura di), *The New Dimension: Life Time in the Law of Contracts and Obligations*, The Netherlands: Eleven International Publishing, 2014, p. 21; European Social Contract Declaration EUSOCO, 11 February 2014, reperibile su www.eusoco.eu; KHIGBE, MCNULTY, *Bank monitoring, profit efficiency and the commercial lending business model*, in *Journal of Economics and Business*, V. 63, No. 6, 2011, pp. 531–551.

¹⁶⁸ GORNICKA *Banks and shadow banks: Competitors or complements?*, in *Journal of Financial Intermediation*, V. 27, 2016, pp. 118 ss.; BARTOLI, FERRI, MURRO, ROTONDI, *SME financing and the choice of lending technology in Italy: Complementarity or substitutability?*, in *Journal of Banking and Finance*, V. 37, No. 12, 2013, pp. 5476 dd.; POZSAR, SINGH, *The non-bank-bank nexus and the shadow banking system*, IMF Working Paper No. 289, December 2011; ALLEN, GALE, *Comparing Financial Systems*, Cambridge MA, MIT Press, 2000; Floyd, *Yes, He Can Top That*, *New York Times*, 17 July 2002, reperibile su <http://www.nytimes.com/2002/07/17/business/the-markets-market-place-yes-he-can-top-that.html>, che riporta la frase pronunciata da Alan Greenspan, Presidente della Federal Reserve, al Senate Banking Committee "An infectious greed seemed to grip much of our business community".

¹⁶⁹ MORGENSON, *Requiem for an Honorable Profession*, *New York Times*, 5 Maggio 2002, reperibile su <http://www.nytimes.com/2002/05/05/business/requiem-for-an-honorable-profession.html>; Coffee Jr., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, in *Business Lawyer (ABA)*, V. 57, No. 4, 2002, pp. 1403 ss.; U.S. Securities and Exchange Commission, SEC Fact Sheet on Global Analyst Research Settlements, 28 April 2003 reperibile su <https://www.sec.gov/news/speech/factsheet.htm>

¹⁷⁰ HOENIG, *Back to Basics: A Better Alternative to Basel Capital Rules*, discorso tenuto al *The American Banker*

CAPITOLO II

FATTORI PRINCIPALI E SEGNALI SOTTOVALUTATI IN EUROPA. LA CAPITAL MARKET UNION E NUOVI INTERVENTI LEGISLATIVI

1.1 Introduzione

Il presidente della Commissione europea, Jean-Claude Juncker, si è impegnato a creare un'Unione dei mercati dei capitali (CMU)¹⁷¹. Gli obiettivi della CMU sono stati definiti in termini generali: «massimizzare i benefici dei mercati dei capitali e non¹⁷² il Presidente Juncker ha incaricato il Commissario Lord Hill di "creare un CMU ben regolamentato e integrato che comprenda tutti gli Stati membri entro il 2019". Nel mese di febbraio la Commissione ha avviato una consultazione di tre mesi attraverso la pubblicazione di un Libro verde¹⁷³. L'intenzione è che la consultazione aiuterà a definire un piano d'azione che sarà pubblicato successivamente nel 2015, che metterà in atto l'edificio Blocchi per una CMU completamente funzionante.

Il piano d'azione CMU prevede le seguenti iniziative entro la fine del 2016:

1. I servizi della Commissione pubblicheranno brevemente una relazione sullo sfruttamento delle risorse umane nell'UE e le misure regolamentari adottate a livello

Regulatory Symposium, 14 Settembre 2012 reperibile su www.fdic.gov/news/news/speeches/archives/2012/spsep1412_2.pdf; GOODHART, *The Basel Committee on Banking Supervision A History of the Early Years 1974–1997*, Cambridge, Cambridge University Press, 2011; Basel Committee on Banking Supervision BCBS, *Calibrating regulatory minimum capital requirements and capital buffers: a topdown approach*, Bank for International Settlements, 2010; BERGER, HERRING, SZEGÖ, *The Role of Capital in Financial Institutions*, in *Journal of Banking and Finance*, V. 19, No. 3–4, 1995, pp. 393 ss.; BREALEY, *Basel II: The Route Ahead or Cul-de-Sac?*, in *Journal of applied corporate finance*, V. 18, No. 4, 2006, pp. 34 ss.; HANSON, KASHYAP, STEIN, *A macroprudential approach to financial regulation*, in *Journal of Economic Perspectives*, V. 25, No. 1, 2011, pp. 3 ss.

¹⁷¹ A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change gli orientamenti politici per la prossima Commissione europea, Jean-Claude Juncker, luglio 2014.

¹⁷² "Mission Letter" di Jean-Claude Juncker a Jonathan Hill, commissario per la Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union (novembre 2014).

¹⁷³ 'Building aCapital Markets Union', GreenPaper, EuropeanCommission (febbraio 2015).

nazionale. Uno studio della Commissione¹⁷⁴ ha individuato più di 500 piattaforme nell'UE che avevano aumentato complessivamente 2,3 miliardi di euro nel 2013-14. Lo sviluppo negli Stati membri è tuttavia concentrato in alcuni Stati membri e l'attività transfrontaliera è relativamente bassa. La relazione identifica sette Stati membri che hanno introdotto dispositivi regolamentari "su misura" sulle attività di crowdfunding. Inoltre, alcuni Stati membri stanno preparando o intendendo introdurre regimi analoghi. La relazione rappresenta un primo passo nel monitorare lo sviluppo del mercato, coordinando gli approcci regolamentari, assicurando una chiara chiarezza sull'applicazione delle norme dell'UE e sviluppando le migliori pratiche.

2. Per rafforzare i mercati dei capitali di rischio, è prevista una serie di azioni. Ciò include una proposta legislativa per l'aggiornamento delle regole sui Fondi europei di venture capital (EuVECA) e sui fondi europei di imprenditoria sociale (EuSEF) per aprire il mercato ad un più ampio gruppo di investitori e ad aumentare la gamma di società in cui è possibile investire. I risultati della consultazione¹⁷⁵ che si sono chiusi nel gennaio 2016, è prevista una proposta da quest'estate. Uno studio sugli incentivi fiscali per il capitale di rischio e gli angeli di affari è stato lanciato nel gennaio 2016. Una prima riunione degli Stati membri per consentire loro di scambiare informazioni sulle migliori prassi in questo settore è prevista per l'autunno del 2016. Per catalizzare gli investimenti privati in capitale di rischio Mercati in Europa, è prevista la pubblicazione di una richiesta di espressione di interesse da parte dei gestori di asset privati del settore interessati alla gestione di un fondo di fondi che investono nel capitale di rischio europeo. Ciò combinerà il capitale del settore privato con il sostegno dell'Unione europea per attirare capitali da importanti investitori istituzionali alla classe di attività del capitale di rischio europeo e aumentare l'impatto del sostegno UE per l'industria europea dei capitali di rischio¹⁷⁶.

3. Sono state sollevate numerose preoccupazioni per quanto riguarda gli ostacoli normativi e amministrativi alla distribuzione transfrontaliera di fondi di investimento con la Commissione e l'AESFEM. I servizi della Commissione stanno preparando una consultazione pubblica per cercare ulteriori dettagli dalle parti interessate, tra cui i gestori dei fondi, gli investitori e i rappresentanti dei consumatori al fine di comprendere dove e perché la distribuzione transfrontaliera dei fondi sia inibita. Sulla base delle risposte precedenti alla consultazione CMU e all'invito a dimostrare l'impatto cumulativo della riforma finanziaria, la

¹⁷⁴ Crowdfunding: Mapping EU markets and events study, 30.09.2015

¹⁷⁵ Consultazione pubblica sulla revisione dei Fondi europei di venture capital (EuVECA) e dei fondi europei di imprenditoria sociale (EuSEF) Regolamenti, 30.09.2015

¹⁷⁶ Si veda anche il discorso del Commissario Moedas " Financing ideas from Europe", Den Haag, 31.3.2016

consultazione cercherà di ottenere in particolare esempi tangibili e, ove possibile, prove quantitative e finanziarie sull'impatto finanziario delle barriere, in aggiunta A risposte più ampie. Ciò include l'impatto delle regole di commercializzazione, gli accordi amministrativi imposti dai paesi ospitanti, le tariffe regolamentari e le procedure di notifica nonché le caratteristiche più rilevanti dell'ambiente fiscale. La consultazione pubblica dovrebbe essere lanciata nel maggio 2016.

4. Per sostenere il finanziamento azionario a favore di piccole imprese a crescita elevata, i fondi per la crescita economica di alcuni Stati membri possono offrire un modo per le banche di fornire un finanziamento azionario al posto del debito. I servizi della Commissione hanno consultato gli Stati membri per raccogliere informazioni su iniziative analoghe in tutta l'UE e per imparare le migliori pratiche. Sulla base delle risposte ricevute e di altre informazioni, i servizi della Commissione esamineranno i modi per sviluppare questa fonte di finanziamento azionario con gli Stati membri e le banche pubbliche / promozionali.

5. L'ESMA ha emesso un parere sui fondi originari del prestito nell'aprile 2016¹⁷⁷. Il parere identifica gli elementi che dovrebbero essere parte di un possibile quadro europeo sulla creazione del prestito, che potrebbero essere considerati necessari. La Commissione collaborerà con gli Stati membri e con le autorità di vigilanza europee (ESA) per valutare la necessità di un approccio coordinato alla creazione di prestiti da parte dei fondi e del caso per un futuro quadro comunitario.

6. I servizi della Commissione pubblicano prima dell'estate un documento di consultazione come primo passo per valutare il caso di un quadro politico per creare un mercato volontario per le pensioni personali europee. In particolare, i servizi della Commissione esamineranno le esperienze nazionali in tutta l'UE per individuare le condizioni necessarie per prosperare questi mercati, comprese le questioni della protezione dei consumatori e della trasparenza. Il documento di consultazione costruirà ed estenderà a parere che i servizi della Commissione hanno chiesto l'EIOPA¹⁷⁸ e che si prevede per il maggio 2016. I servizi della Commissione intendono inoltre lanciare un bando di gara prima dell'estate per lanciare uno studio su specifici approcci fiscali e regolatori che sostengano Lo sviluppo delle pensioni personali.

¹⁷⁷ ESMA Opinion 'Key principles for a European framework on loan origination by funds', ESMA/2016/596, 11.04.2016

¹⁷⁸ Call for advice from EIOPA on the development of an EU single market for personal pension products, 23.07.2014 and EIOPA Consultation Paper on the creation of a standardised Pan-European Personal Pension product, EIOPA-CP-15/006, 03.07.2015

7. I servizi della Commissione collaborano con organismi che rappresentano l'industria dei mercati dei capitali, le associazioni di imprese e gli Stati membri per sviluppare soluzioni per connettere meglio le piccole e medie imprese (PMI) a differenti fonti di finanziamento. I servizi della Commissione hanno chiesto alle principali associazioni bancarie europee di esaminare i modi per rafforzare le risposte delle banche alle PMI che chiedono il credito promuovendo le migliori pratiche recentemente sviluppate in alcuni Stati membri in tutta l'UE. I servizi della Commissione sostengono inoltre lo sviluppo di sistemi informativi per aiutare le piccole imprese a navigare in modo più efficace le nuove opportunità di finanziamento. L'intento è quello di promuovere le migliori pratiche per fornire informazioni pertinenti alle imprese che potrebbero trarre vantaggio da fonti alternative di finanziamento e cercare di costruire percorsi tra le piattaforme di supporto nazionali o regionali di maggior successo.

8. Revisione del regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR) per le banche per quanto riguarda le calibrazioni delle infrastrutture: a seguito della consultazione pubblica sull'impatto potenziale del CRR e della direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD) IV sul finanziamento dell'economia, i servizi della Commissione hanno pubblicato una Dichiarazione di feedback il 18 dicembre 2015. Secondo gli intervistati del settore bancario, i requisiti CRR per i progetti infrastrutturali, in particolare per quanto riguarda il capitale e la liquidità, limitano la capacità delle banche di finanziare tali progetti. Al contrario, i rispondenti del settore pubblico non hanno generalmente condiviso questa opinione. I servizi della Commissione esamineranno se le prove garantiscano un adeguamento dei requisiti patrimoniali in modo da sostenere i prestiti bancari per meglio finanziare le infrastrutture e gli investimenti a lungo termine.

9. I servizi della Commissione esamineranno se estendere un'esenzione riscontrata in alcuni Stati membri per quanto riguarda l'applicazione del quadro normativo comunitario in materia di capitali alle PMI. Ad esempio, i prestiti di credito, attraverso i quali le PMI possono finanziarsi a vicenda a titolo no-profit, sono esentati dal quadro dei requisiti patrimoniali dell'UE in taluni Stati membri. L'estensione di questa possibilità a tutti gli Stati membri richiederebbe una modifica del CRR e del CRD IV. Questa opzione sarà considerata nel contesto della prossima revisione di questa legislazione.

10. Per aiutare i mercati dei capitali a fornire il loro pieno potenziale nei 28 Stati membri, la Commissione svilupperà una strategia per fornire assistenza tecnica agli Stati membri. A tal fine si sta preparando una tabella di marcia sull'uso dell'assistenza tecnica per sostenere gli Stati membri beneficiari nel miglioramento dell'accesso ai finanziamenti e creare le condizioni per lo sviluppo o il miglioramento ulteriore delle finanze basate sul mercato.

Questa tabella di marcia sarà elaborata dal servizio di sostegno strutturale della Commissione in collaborazione con la direzione generale FISMA e altre direzioni generali. L'assistenza tecnica sarà demandata sulla base delle esigenze individuate dagli Stati membri.

11. Relazione sugli ostacoli nazionali alla libera circolazione dei capitali: gli Stati membri hanno ribadito il loro impegno nel corso del Consiglio ECOFIN del 10 novembre 2015 per collaborare con i servizi della Commissione per individuare le barriere nazionali esistenti alla libera circolazione dei capitali e sviluppare una tabella di Più dannosi e ingiustificati. I servizi della Commissione hanno istituito un gruppo di esperti con i rappresentanti degli Stati membri che hanno incontrato diverse volte e hanno individuato sette argomenti prioritari finora, tra cui il lavoro sulle migliori prassi e i codici di condotta per la riduzione delle procedure di ritenuta all'imposta¹⁷⁹. I lavori su alcuni argomenti possono essere guidati da singoli Stati membri. Parallelamente a tale proposito, e su richiesta della Commissione, il gruppo direttivo di armonizzazione T2S della Banca centrale europea ha effettuato un'indagine sull'impatto delle procedure di sgravio fiscale. Oltre a questi argomenti, la relazione rifletterà l'attività in corso in altri gruppi di esperti specializzati della Commissione sugli ostacoli quali l'anello di asset delle banche. La preparazione di altre azioni CMU nel 2017 e nel 2018

Questa sezione delinea i lavori preparatori che sono in corso per alcune delle azioni previste per l'adozione nel 2017 e nel 2018.

1. Al fine di sostenere le iniziative guidate dal mercato sullo sviluppo di collocamenti privati del debito aziendale, attingendo alle migliori prassi e promuovendole in tutta l'UE, i servizi della Commissione hanno lanciato un lavoro sul campo per individuare le barriere normative e altre che restringono questo finanziamento metodo. I posizionamenti privati aiutano le aziende ad aumentare il debito finanziario da parte di istituzionali e di altri investitori esperti. L'attività di collocamento privato è ormai consolidata in Francia e in Germania e sta scendendo nel Regno Unito dopo le recenti modifiche del regime fiscale. Il lavoro cercherà di individuare gli ostacoli al suo sviluppo in un certo numero di altri Stati membri che ospitano le medie imprese che cercano di raccogliere importi di € 20 milioni e oltre e una grande base di investitori istituzionali.

2. I servizi della Commissione intraprendono lavori preparatori per valutare se le modifiche siano giustificate al trattamento prudenziale del debito privato e del debito privato

¹⁷⁹ Gli argomenti prioritari sono: (1) procedure di sgravio fiscale; (2) distribuzione transfrontaliera di fondi di investimento; (3) investimenti transfrontalieri dai fondi pensione; (4) requisiti di residenza imposti alla gestione delle istituzioni finanziarie; (5) la notifica nazionale ingombrante requisiti; (6) norme o pratiche nazionali che impediscono la duplice quotazione delle scorte; e (7) l'alfabetizzazione finanziaria.

nella norma Solvency II. I servizi della Commissione esamineranno le prove esistenti sui rischi effettivi relativi a tali investimenti e sulla trasparenza offerta nella pratica. L'obiettivo è individuare eventuali barriere indebite agli investimenti degli assicuratori in questo importante canale di finanziamento per l'economia.

3. È iniziato un lavoro di riesame globale del funzionamento dei mercati delle obbligazioni societarie per esaminare i modi per accrescere l'accesso e approfondire la liquidità alla luce dei cambiamenti osservati negli ultimi anni riguardanti la struttura del mercato, il comportamento, l'emissione e la liquidità. Sfruttando le prove e le competenze pratiche del mercato, questo lavoro si concentrerà su come può essere migliorata la liquidità del mercato per migliorare l'efficienza e la resilienza di questi mercati finanziari sempre più importanti. Il 18 marzo 2016 i servizi della Commissione hanno pubblicato un'offerta per uno studio sui driver della liquidità del mercato delle obbligazioni societarie¹⁸⁰. Il termine per la presentazione delle offerte è il 29 aprile 2016. I servizi della Commissione pubblicano brevemente un invito a presentare domande di costituzione di una task force esperta.

4. I servizi della Commissione stanno preparando un flusso di lavoro per aiutare gli Stati membri a sfruttare potenziale dei mercati pubblici per le piccole e medie imprese, compresi i mercati di crescita delle PMI. L'obiettivo è quello di incoraggiare un ambiente di mercato dei capitali che sia adatto a società di medie dimensioni e piccole dimensioni che cercano di finanziare l'equity o il debito per espansione. Come parte di questo, il I servizi della Commissione seguiranno attentamente la creazione di mercati della crescita delle PMI ed esplorano con L'International Accounting Standards Board e le parti interessate la possibilità di sviluppare una Soluzione volontaria di contabilità su misura per le società ammesse alla negoziazione sulla crescita delle PMI.

5. La consultazione dei servizi della Commissione sulle obbligazioni coperte è stata chiusa il 6 gennaio 2016 e ha ricevuto 72 risposte¹⁸¹. Un'udienza pubblica si è tenuta il 1 ° febbraio 2016. Alcuni intervistati ritengono che la divergenza dei prezzi osservata durante la crisi finanziaria è un segno di frammentazione nei mercati obbligazionari coperti dall'UE. Altri sostengono che la frammentazione osservata rifletta i rischi intrinseci dei diversi asset sottostanti a seconda della loro qualità e ubicazione e non dell'assenza di un quadro normativo comune. Molti intervistati hanno affermato che un mercato più integrato per i titoli coperti potrebbe offrire una serie di vantaggi in termini di migliore comparabilità tra gli Stati membri e, di conseguenza, di mercati nazionali più profondi, più liquidi e più robusti. I partecipanti

¹⁸⁰ Drivers of corporate bond market liquidity, 2016/S 055-091135, 18.03.2016

¹⁸¹ Public consultation on covered bonds in the European Union, 30.09.2015

hanno incoraggiato i servizi della Commissione a esplorare ulteriormente il potenziale per una maggiore integrazione del mercato basata su principi di alto livello, nel rispetto delle specificità nazionali e sulla base di quadri attualmente in funzione.

6. Il piano d'azione CMU riconosce che l'Europa richiede importanti investimenti a lungo termine e sostenibili per mantenere e estendere la propria competitività e spostarsi verso un'economia a basse emissioni di carbonio e risorse efficienti. I servizi della Commissione hanno svolto numerose attività nel settore dell'investimento finanziario per gli investimenti sostenibili e verdi, tra cui: i) il 2 marzo 2016, la Commissione ha pubblicato una comunicazione¹⁸² che illustra come intende portare avanti l'attuazione dell'accordo di Parigi¹⁸³; (ii) una consultazione pubblica su come gli investitori istituzionali, i gestori patrimoniali e altri fornitori di servizi del fattore di investimento fattore in ESG (informazioni ambientali, sociali e di governo) e le prestazioni delle società o delle attività in decisioni di investimento sono chiuse al 31 marzo 2016¹⁸⁴; Iii) una consultazione pubblica per la preparazione di linee guida per assistere grandi entità di interesse pubblico quando si divulgano informazioni sociali e ambientali conformemente alla direttiva sulla divulgazione delle informazioni non finanziarie e di diversità¹⁸⁵, inviata il 15 aprile 2016¹⁸⁶; (iv) è in preparazione uno studio sul potenziale del mercato delle obbligazioni per finanziare investimenti efficienti in termini di risorse; E v) i servizi della Commissione contribuiscono al lavoro del gruppo di studio del G20 sulla finanza verde.

7. Il piano d'azione CMU prevede una valutazione globale dei mercati europei dei prodotti d'investimento al dettaglio, compresi i canali distributivi e le consulenze in materia di investimenti, entro il 2018. La valutazione, basata sull'informazione degli esperti, esaminerà se gli investitori privati possono accedere a prodotti idonei a costi E se i potenziali offerti dalle nuove possibilità derivanti da servizi basati su servizi online e altre tecnologie per rendere più efficienti i servizi finanziari (FinTech). I lavori preparatori sono in corso. Inoltre, i servizi della Commissione chiederanno agli ESA di analizzare l'effettiva performance netta e le commissioni dei prodotti retail e pensionistici a lungo termine.

¹⁸² Communication from the Commission to the European Parliament and the Council - The Road from Paris: assessing the implications of the Paris Agreement and accompanying the proposal for a Council decision on the signing, on behalf of the European Union, of the Paris agreement adopted under the United Nations Framework Convention on Climate Change, COM(2016) 110 final, 02.03.2016

¹⁸³ Paris Agreement, 12.12.2015

¹⁸⁴ Public consultation on long-term and sustainable investment, 18.12.2015

¹⁸⁵ Directive 2014/95/EU of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups, 15.11.2014

¹⁸⁶ Public consultation on non-binding guidelines for reporting of non-financial information by companies, 15.01.2016

8. I servizi della Commissione stanno riesaminando i progressi compiuti nella rimozione delle barriere nell'ambiente post-commercio, poiché le infrastrutture post-commercio efficienti e sicure sono essenziali per il buon funzionamento dei mercati dei capitali. Ciò segue l'attuazione della legislazione recente¹⁸⁷ e gli sviluppi delle infrastrutture di mercato. Questa revisione è assistita dal Forum europeo dell'industria post-commercio, un gruppo di esperti della Commissione che ha iniziato a lavorare nel marzo 2016. Il gruppo di esperti ha incontrato due volte finora e ha concentrato una discussione sul panorama attuale e imminente del commercio post-commercio nell'UE. I servizi della Commissione intendono inoltre pubblicare uno studio sui conflitti di legge nel 2016 per quanto riguarda la proprietà dei titoli e l'assegnazione del debito.

9. I servizi della Commissione svolgeranno una revisione del quadro politico macroprudenziale dell'UE. Ciò includerà una valutazione dei possibili rischi per la stabilità finanziaria derivanti da finanziamenti basati sul mercato, il monitoraggio rafforzato di tali rischi e l'espansione del toolkit macroprudenziale di conseguenza. Promuovendo canali di finanziamento più diversi, la CMU contribuirà ad aumentare la resilienza del sistema finanziario dell'UE. Allo stesso tempo, è necessario attirare e migliorare il monitoraggio dei rischi di stabilità finanziaria che possono essere legati alla crescita dei flussi finanziari basati sul mercato.

Il progetto del sindacato di Capital Markets è stato annunciato nel luglio 2014 dal presidente della Commissione europea Juncker nell'ambito del suo programma di cinque anni e si sta definendo come un quadro d'azione. Nella sua ambizione politica, essa mira a eliminare le barriere al libero flusso di capitali in Europa e ad aumentare il ruolo che il finanziamento basato sul mercato svolge in capitali intermediari alle imprese, ai progetti e ai governi europei.

La ripresa economica in Europa è stata ostacolata da una sovrappeso nei confronti della finanza bancaria. La regolamentazione bancaria - fondamentale necessaria da una prospettiva di stabilità finanziaria - ha combinato le condizioni di mercato per costringere notevolmente i prestiti bancari. Senza una profonda fonte di finanziamenti non bancari, l'Europa ha visto una debole crescita del credito. Sebbene la finanza bancaria possa continuare a svolgere un ruolo dominante in Europa, in particolare nel finanziamento di determinati segmenti, aumentare il ruolo che il mercato finanziario svolge nell'economia

¹⁸⁷ Notably, Regulation (EU) No 648/2012 of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR) and Regulation (EU) No 909/2014 of 23 July 2014 on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories (CSDR)

europea può diversificare le fonti e potenzialmente ridurre i costi, finanziare Beneficio delle imprese europee e dei progetti d'investimento.

Ma per l'Europa per sbloccare questo potenziale occorre mettere in atto un quadro normativo che attrae capitali privati. Mentre le definizioni di elementi specifici che potrebbero costituire un'Unione dei mercati dei capitali variano, crediamo che, innanzitutto, l'Europa deve creare un unico mercato dei capitali che opera nell'interesse dei suoi principali beneficiari: "proprietari di beni", cioè investitori che vanno da Risparmiatori individuali ad istituzioni come i fondi pensione e gli assicuratori che investono per loro conto; Aziende, infrastrutture e altri progetti che investono nella cosiddetta 'economia reale'. Su questa premessa esaminiamo come entrambi gli investitori e le aziende attualmente stiano interagendo con il mercato e valutano se possono essere apportati miglioramenti per consentire una maggiore facilità di accesso e creare nuove opportunità per collegare i settori degli investitori e dei settori dell'economia reale che necessitano di investimenti.

Più in generale, i responsabili politici devono incentivare sia i risparmiatori, gli investitori, sia le società a partecipare a un mercato di capitali riformato. Per una società, il maggior incentivo è generalmente un costo più basso di finanziamento. L'immagine è più complessa per i risparmiatori e gli investitori in quanto hanno passività variabili, obiettivi d'investimento e vincoli normativi. In generale, però, devono sentirsi fiduciosi a impegnare il loro risparmio nei mercati dei capitali. Più investitore è centrico della regolamentazione, maggiori saranno i potenziali flussi di capitale che i risparmiatori saranno disposti a investire sia per il proprio che per l'economia. Questo dovrebbe essere il punto di partenza per i responsabili politici: mettere "Capital" nell'Unione dei mercati dei capitali.

La questione fondamentale è che l'integrazione economica europea si basa su un gruppo di paesi, ognuno dei quali vuole rimanere in gran parte come era prima dell'integrazione. Anche se l'unione monetaria è ormai una realtà, molti cittadini in Europa stanno affrontando la questione di quanto veramente unificati Cura di essere. R 2005. Le istituzioni europee come la Banca Centrale Europea sono più come le aggiunte alle istituzioni originarie del paese anziché a nuove costruzioni che prendono efficacemente la creazione di politiche economiche europee. La Banca centrale europea è soggetta alla stessa tensione che esiste per tutte le istituzioni europee, il desiderio di una maggiore integrazione con il riluttanza a cedere il controllo politico nazionale. L'economia europea è stata poco colpita

L'unione monetaria perché la distribuzione del potere tra i responsabili del processo decisionale della politica monetaria europea e l'attuazione di tali decisioni sono ancora troppo decentrati per sfruttare il possibile guadagno

Non dovrebbe quindi sorprendere che le prestazioni delle economie europee non siano cambiate radicalmente con l'integrazione e che il ruolo globale dell'euro non sia molto diverso dalla combinazione delle valute che ha sostituito.

2.2 La ratio dell'evoluzione legislativa

L'entrata in vigore nel novembre 2007 della *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID I - 2004/39/CE), intervenuta a disciplinare i meccanismi di negoziazione di titoli azionari nell'Unione Europea, ha segnato una nuova era per i mercati finanziari degli Stati Membri. Invero, le regole di negoziazione dei titoli, contenute nella Direttiva MiFID I, sono state progettate proprio al fine di rimodellare il mercato di negoziazione nell'Unione Europea, così da soddisfare i requisiti di celerità delle operazioni, efficienza dei mercati e tutela dell'investitore (soprattutto il piccolo)¹⁸⁸. Ciò in quanto - come si chiarirà meglio nei paragrafi che seguono - se da un lato certamente le norme di fonte nazionale hanno contribuito alla frammentazione dei mercati mobiliari, dall'altro esse - grazie anche allo sfruttamento delle innovazioni nel settore ed ai progressi tecnologici - hanno anche dato adito ad una maggiore concorrenza tra le sedi di negoziazione sul territorio europeo, agevolando la convergenza verso un percorso di regolamentazione sempre più efficace.

La MiFID imponeva il suo recepimento negli Stati Membri entro il 1 novembre 2007 e prevedeva all'epoca una prima revisione del testo - con riferimento a talune specifiche materie - già nel 2008. Come noto, proprio in quel periodo, i problemi che stavano emergendo a causa della crisi dei mercati (che ha fatto registrare complessivamente perdite nel sistema bancario a livello mondiale equivalenti ad almeno un trilione di dollari¹⁸⁹) e resisi evidenti per lo più nel 2008, nonché l'esigenza di valutare i risultati a cui le disposizioni della prima stesura avevano portato, hanno condizionato fortemente l'attività di revisione della Direttiva, a partire dal G20 di Pittsburgh del 2009¹⁹⁰.

A tal proposito, uno dei fattori, seppur non prettamente economico, che ha inciso inesorabilmente sull'andamento della crisi finanziaria è stata la fiducia dei consumatori¹⁹¹.

¹⁸⁸ A. CRISCIONE, *Investitori retail al riparo da prodotti «complessi»*, in *Il Sole 24 Ore*, 2 luglio 2015.

¹⁸⁹ T. ADRIAN, H. S. SHIN, *The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09*, in *Staff Report No. 439*, Federal Reserve Bank of New York, 2010, p. 1; G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, in *ECGI Working Paper*, 2005, 40, p. 5 ss.; Trib. Torino, 10 giugno 2014, n. 4208, in *Redazione Giuffrè 2014*.

¹⁹⁰ Vertice del G20 di Pittsburgh del 24-25 settembre 2009. N. COPLIN, *Global Financial Governance & Impact Report 2013*, in *New Rules for Global Finance*, 2013, p. 26.

¹⁹¹ A. CRISCIONE, *I risparmiatori avvertono l'accentuarsi del rischio*, in *Il Sole 24 Ore Plus*, 4 luglio 2015; R. FATIGUSO, *Cina, settimana nera con l'incubo «bolla»*, *ivi*, 4 luglio 2015; M. BELCREDI, G. FERRARINI,

Invero, è ormai fatto notorio che la mancanza di trasparenza sulle operazioni, la scarsa informazione dei rischi che tali operazioni comportano, la superficiale gestione dei conflitti di interesse, a cui va aggiunta una legislazione che ha manifestato delle grosse falle in termini di tutela dell'investitore e soprattutto un'incapacità di adattarsi rapidamente alle esigenze di questi ultimi, hanno fatto sì che i consumatori dei diversi Paesi dell'Unione abbiano acquistato e fruito di strumenti finanziari, nonché prodotti assicurativi e servizi di investimento, che non avrebbero dovuto essere considerati per loro appropriati¹⁹².

La mancanza di opportunità di uscita è l'altro ostacolo maggiore allo sviluppo di mercati di capitali più profondi, dove le opzioni di uscita più comuni sono IPO e vendite commerciali. L'aumento dell'accesso agli scambi di imprese dovrebbe aiutare i venture capitalisti a fidarsi di potenziali percorsi di uscita dai loro investimenti. I mercati del capitale di rischio più profondi, a sua volta, attireranno attivamente gli angeli di affari in una fase precedente e sostengono i mercati azionari pubblici nella fase successiva della vita di un'impresa, garantendo l'accesso alle finanze mentre crescono. Esistono impedimenti alla disponibilità di informazioni creditizie e finanziarie sulle imprese per gli investitori non bancari. In generale, gli investitori saranno più riluttanti a finanziare le imprese quando non dispongono di informazioni quantitative e qualitative sufficienti a loro disposizione per prendere decisioni di investimento informate. Per un'iniziativa in questo settore per avere successo a livello dell'UE, ci sono due criteri. In primo luogo, i dati dovrebbero informare la valutazione degli investitori sulla qualità di un potenziale mutuuario con definizioni coerenti tra i regimi. In secondo luogo, le informazioni dovrebbero essere prontamente disponibili per una serie di investitori - e non solo le banche - riducendo così barriere all'ingresso e all'espansione e rafforzando la concorrenza.

Una possibile soluzione consiste nel rendere pubbliche informazioni sulle società pubbliche attraverso un sistema centralizzato. Negli Stati Uniti, ad esempio, esiste un

Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms, Cambridge University Press, Cambridge, 2013; S. M. BAINBRIDGE, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford University Press, Oxford, 2012; M. RENNER, *Death by Complexity – The Financial Crisis and the Crisis of the Law in Society*, in P.F. KJAER, G. TEUBNER, A. FEBBRAJO, *The Financial Crisis in Constitutional Perspective*, Hart Publishing Oxford, Oxford, 2011, p. 93 ss.

¹⁹² A. CRISCIONE, *Adeguatezza per il cliente oppure scattano le sanzioni*, in *Il Sole 24 Ore Plus*, 12 settembre 2015; Id., *L'incertezza rende l'investitore "emotivo"*, *ivi*, 4 luglio 2015; J. VILLAR BURKE, *The Financial Crisis and the EU Response C. The Regulatory Reform of the Single Market for Financial Services*, 3 agosto 2014, disponibile su www.ssrn.com; M. INTROZZI, *Tango bond, verdetto entro fine anno*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 giugno 2014; CESR, *MiFID Complex and Non-Complex Financial Instruments for the Purposes of the Directive's appropriateness requirements*, 14 maggio 2009, reperibile su www.cesr.eu; M. RICHARDSON, A. ACHARIA, *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, Wiley & Sons, New York, 2009; G. PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, p. 1027.

requisito che tutte le società, nazionali ed estere, dichiarazioni di registrazione dei file, relazioni periodiche e altre forme attraverso il sistema EDGAR, gestito dalla Securities and Exchange Commission (SEC). Queste informazioni sono pubblicamente disponibili senza alcun costo¹⁹³. Nel frattempo, numerosi Stati membri dell'UE, come la Francia, la Germania, l'Italia, la Spagna e il Portogallo (sebbene non il Regno Unito), gestiscono registri commerciali complessivi. Tuttavia, una barriera all'esercizio di un tale sistema a livello UE sarebbe l'assenza di standard contabili comunitari completamente armonizzati e la diversità delle lingue in cui verranno presentati i fascicoli. In questa area e come sopra indicato, è fondamentale che i dati disponibili informino la qualità di un potenziale mutuatario. Tuttavia, i dati creditizi e finanziari, come le prestazioni di rimborso del debito e i conti annuali, sono per loro natura indietro. Quando le banche valutano un'opportunità di prestito, utilizzano anche informazioni in futuro, quali previsioni di redditività e informazioni di base sugli individui dietro il business o piani aziendali, in particolare per le società più piccole. Tali informazioni sono più impegnative per catturare e rendere disponibili agli investitori ed è un'area in cui le CRA britanniche, che raccolgono informazioni da una più ampia gamma di fonti pubbliche e proprietarie, sono relativamente avanzate¹⁹⁴.

È una ragione più profonda per la riluttanza dei politici di imporre rigidi regolamenti per ridurre il rischio delle banche. Le banche si occupano di soldi.¹⁹⁵ Il denaro è un oggetto di desiderio e di una fonte di potere. Quasi tutti hanno opinioni su come le banche dovrebbero utilizzare i loro soldi. Quando i politici vogliono che le banche finanziino qualcosa che vogliono, ridurre i rischi nel settore bancario diventa meno importante per loro. Il funzionamento del governo può anche credere che il lavoro primario delle banche è quello di finanziare il governo. I regolamenti che riducono il desiderio delle banche di assumere rischi sembrano quindi controproducenti. Un regolamento che richiede alle banche di finanziare il governo sembrerà molto più conveniente. Così sarà un regolamento che richiede o incoraggia le banche a finanziare qualsiasi altra cosa che i politici considerano desiderabili, come la proprietà di casa. La storia della regolamentazione bancaria è piena di regole che dirigono le banche a finanziare attività a cui il sistema politico vuole dare la preferenza, e soprattutto il governo stesso. Un esempio tipico è un requisito che le banche hanno grandi riserve con la

¹⁹³ For more information see <http://www.sec.gov/edgar.shtml>.

¹⁹⁴ See the Bank of England's May 2014 Discussion Paper 'Should the availability of UK credit data be improved?' for more on UK credit reference agencies. And 'Getting Credit rank' data (World Bank Group *Doing Business* project) for the ranking of the United Kingdom versus other countries in relation to credit information.

¹⁹⁵ La citazione nella rubrica di questa sezione è una dichiarazione che la leggenda attribuisce in modo errato al bancario bancario Willie Sutton quando rispondeva a un giornalista che aveva chiesto perché ha derubato banche (Keys 2006).

banca centrale. Se il tasso di interesse su queste riserve è zero, il requisito obbliga le banche a dare un prestito senza interessi alla banca centrale e, indirettamente, al governo. Il tipo di regolamentazione ha svolto un ruolo importante in alcuni paesi europei prima del 1990. A titolo propizio, le norme intendevano rendere le banche più sicure evitando prestiti privati rischiosi. Infatti, hanno fatto per facilitare il finanziamento dei deficit governativi. Poiché il prestito ai prestatori privati era limitato, gli interessi che le banche pagavano sui prestiti alle imprese e agli individui erano piuttosto elevati. La riduzione degli investimenti e della crescita¹⁹⁶. La maggior parte di questi regolamenti in Europa sono stati smantellati quando l'Unione europea ha richiesto ai suoi membri di aprire i loro mercati per i servizi bancari. Poiché le banche erano soggette alla concorrenza con banche provenienti da altri paesi, tali regolamenti sono diventati insostenibili e potrebbero avere una stabilità finanziaria in pericolo se fossero stati mantenuti. Il regolamento bancario favorisce ancora i prestiti delle banche al governo. Consente alle banche di ignorare il rischio di default del governo anche quando esiste. Nella crisi del debito pubblico, le pressioni sulle banche per finanziare i propri governi sono nuovamente aumentate in modo che, ad esempio, le banche greche siano state colpite più duramente dal default greco nel marzo 2012.¹⁹⁷ Se le banche statunitensi prestano al governo degli Stati Uniti, trattando tali prestiti come potenziali senza rischio. Essere giustificato perché il governo può effettivamente stampare i soldi che deve.¹⁹⁸ Nell'Eurozona,

¹⁹⁶ For accounts of pre-1990 Europe, see Borges (1990), Bruni (1990), and Caminal et al. (1990) for Southern Europe, as well as Englund (1990) for Sweden. Per il 1987, Bruni (1990, 250) elenca le azioni dei debiti governativi nei portafogli bancari come 35,4 per cento per l'Italia e 37,4 per cento per la Spagna; Borges (1990, 330) riferisce 43 per cento per il Portogallo nel 1988. Le riserve minime di fatto hanno infatti pagato un certo interesse, Bruni (1990, 258) stima che il costo per il settore privato di questa tassazione implicita del settore bancario è stato del 0,6-1% PIL in Italia. Borges, anche se non fornisce una stima numerica, rende chiaro che la tassazione implicita attraverso la regolamentazione bancaria delle banche portoghesi negli anni '80 è stata altrettanto sostanziale. See also CEC (1988).

¹⁹⁷ Dopo gli stress test di luglio 2011, European Banking Authority (EBA) idati pubblicati mostrano che da 98 miliardi di euro del debito pubblico greco detenuto dalle banche esaminate, 67 miliardi sono state detenute dalle banche greche (see EBA, 2011 EU-wide Stress Test Aggregate Report, http://stresstest.eba.europa.eu/pdf/EBA_ST_2011_Summary_Report_v6.pdf, accessed October 20, 2012). Il pacchetto di default e assistenza di marzo 2012 per la Grecia ha pertanto incluso l'assistenza per le banche greche e per il governo.

¹⁹⁸ se il Congresso Usa rifiuta un aumento del massimale del debito, potrebbe essere possibile un default, ma anche allora è improbabile che il governo finisca a non pagare il suo debito. La nozione di denaro stampato dovrebbe essere trattata come una metafora. La maggior parte dei soldi oggi è creata elettronicamente sotto forma di voci di libri in certi conti. Dalla seconda guerra mondiale agli anni '70, la Federal Reserve ha avuto una lunga storia di acquisto di debiti federali con nuovi fondi, così "monetizzando" il debito pubblico. Prima dell'accordo del Fed del Tesoro del 1951, fu effettivamente mandato dal Tesoro a farlo, più precisamente, per mantenere il tasso d'interesse a un certo basso livello. Dopo il 1951 la Federal Reserve è diventata indipendente ma ha continuato a mantenere i tassi di interesse di mercato a livelli relativamente bassi, che hanno richiesto l'acquisto di debito pubblico con denaro (appena creato). Thornton (1984) fornisce una panoramica dello sviluppo storico. Egli mette in dubbio anche l'intenzionalità della monetizzazione, almeno per il periodo dai primi anni '70 quando la Federal Reserve cominciò a formulare la sua politica in termini di aggregati monetari piuttosto che di tassi di interesse. In Italia negli anni '70 la banca centrale era effettivamente obbligata ad acquistare quei titoli del Tesoro che non erano stati assunti dal mercato. Vedi anche Goodhart (2012).

la situazione è diversa. Quando il governo della Grecia o della Germania prende in prestito e promette di pagare in euro, la situazione è simile a quella che il governo del Messico o di New York prende in prestito e promette di pagare in dollari USA. Proprio come i governi del Messico e di New York non possono stampare dollari, così i governi della Germania e della Grecia non possono stampare euro.¹⁹⁹ Nell'area dell'euro la creazione di denaro è responsabile della BCE, indipendente dal membro diverso. Afferma ed è in realtà proibito dalla legge dal prestito ai governi. Quando i governi devono gli euro, non c'è garanzia di poter pagare i propri debiti.²⁰⁰ Tuttavia, la regolamentazione bancaria europea tratta il debito in euro dei governi dell'Eurozona come perfettamente sicuro.²⁰¹ Le banche possono finanziare questi prestiti interamente con denaro prestato. La banca belga-francese Dexia, già menzionata, aveva effettivamente usato questa regola per acquisire un sacco di debiti pubblici con poco patrimonio netto.²⁰² Quando si è reso evidente che la Grecia avrebbe preso in debito il suo debito, Dexia è stata abbattuta e molte altre banche in Europa erano fortemente sforzate. Anche così, nessun cambiamento nel regolamento è in vista.

Quando i regolamenti sono progettati per dare la preferenza al debito pubblico, le banche sono più disposte a prestare al governo. Questo è conveniente per i governi, quindi sono

¹⁹⁹ Il default messicano del 1982 segnò l'inizio della crisi del debito internazionale degli anni '80. Alcuni anni prima, a metà degli anni '70, New York City ha evitato il fallimento solo attraverso l'intervento dello Stato di New York con la Municipal Assistance Corporation per imporre disciplina fiscale, nonché una ristrutturazione del debito di New York City (cfr. Ad esempio Dunstan 1995). Per una discussione più recente sulle questioni di fallimento statale, vedere Conti-Brown e Skeel (2012).

²⁰⁰ Reinhart e Rogoff (2009) mostrano che nel corso dei secoli questo rischio è apparso ripetutamente e ha formato rapporti tra banche e governi. Inoltre, avvertono che la "prudenza" del debito interno non deve essere presa troppo sul serio. La stampa di denaro per pagare il governo porta all'inflazione, cioè alla perdita del valore reale del debito pubblico. Per le banche il cui debito è denominato in valuta nazionale, questa svalutazione può essere meno grave di un semplice fallimento del governo, ma per gli investitori non c'è molta differenza tra una perdita di default e una perdita dall'inflazione.

²⁰¹ Si veda la direttiva 2006/48 / CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, "relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions" (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0001:0001:EN:PDF>, accessed October 21, 2012), Annex VI, item 4; see also Art. 109, Section 4, of the European Commission's Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and investment firms (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0452:FIN:en:PDF>, accessed November 25, 2012). I pesi di rischio nullo per il debito pubblico non sono effettivamente richiesti dall'accordo di Basilea, che in linea di principio ha un sistema per fissare pesi di rischio in base ai rating, ma l'accordo consente l'eccezione per il debito denominato e finanziato nella valuta domestica del governo. Vedi BCBS (2004) e BCBS (2010e).

²⁰² Dexia è stata costituita nel 1996 dalla fusione del Crédit Communal de Belgique e del Crédit Local de France, due istituzioni che avevano dominato i prestiti ai comuni di Belgio e Francia. Per questo tipo di prestiti, la regola del rischio zero-rischio è stata applicata perché i comuni sono stati effettivamente garantiti dai governi centrali. La paura di disturbare il flusso di fondi verso i governi locali è stata una delle ragioni principali dei salvataggi del 2008 e del 2011 e forse anche una ragione per la tolleranza del patrimonio molto basso che Dexia aveva. Il 31 dicembre 2008, tre mesi dopo il primo salvataggio, il bilancio della banca avrebbe avuto un patrimonio pari al 2,7 per cento del suo patrimonio complessivo; Infatti, questo era possibile solo perché, in conflitto con gli International Financial Reporting Standards, Dexia non aveva scritto il valore di alcune attività che deteneva in quanto i valori di mercato di tali attività erano diminuiti. Vedere Thomas (2012), in particolare la Parte 1 sulla fondazione di Dexia e p. 168 sul patrimonio di Dexia

riluttanti a cambiare la regolamentazione. Se a un certo punto i contribuenti dovranno pagare un salvataggio, gli elettori non saranno in grado di identificare chi è responsabile. Né capiranno la connessione se il salvataggio crippa le finanze del governo e tutti sono affetti da politiche di austerità. In molti casi, i responsabili politici effettivamente lasciano l'ufficio prima che i rischi delle loro politiche si materializzino. Le banche e i governi hanno sempre avuto una relazione simbiotica. Fin dall'inizio dei moderni bancari nell'Italia medievale, il prestito ai governi è stato un'attività chiave delle banche. E' facile fare grandi prestiti ai governi e possono essere molto proficui - fino a quando i governi non lo fanno. Storicamente, i governi che non hanno pagato i loro debiti sono stati le cause più importanti delle crisi bancarie.²⁰³ Altre regolazioni sono state anche motivate dall'idea che le banche siano fonti di denaro. Ad esempio, prima della deregolamentazione degli anni '80, gli istituti di risparmio in molti Stati degli Stati Uniti erano tenuti a limitare il loro prestito ipotecario a proprietà situati all'interno dei loro stati. L'argomento era che il prestito vicino alla casa è particolarmente sicuro, ma in effetti tali regole impediscono alle banche di risparmio di diversificare i loro investimenti e li ha lasciati vulnerabili ai rischi specifici degli stati in cui si trovavano. Politicamente, tali regole sono state motivate dal desiderio di fornire acquirenti di casa negli stati con un credito a buon mercato piuttosto che un desiderio di rendere sicure le istituzioni di risparmio. Per i politici, tali regole hanno il vantaggio che i costi di dirigere le banche a specifici investimenti non appaiono nel bilancio governativo finché le banche non entrino in difficoltà. A questo punto, anzi, gli elettori non sono in grado di stabilire la connessione tra i guai delle banche e le normative o gli interventi politici.²⁰⁴ La prospettiva delle banche come fonti di fondi per finalità politicamente desiderate pervade il trattamento delle banche, in particolare di proprietà statale. Banche, in Europa. In Germania, le banche pubbliche hanno da tempo svolto un ruolo importante. Fino al 2005 queste banche erano garantite dal governo e potrebbero prendere in prestito molto a buon mercato. Ciononostante, le banche pubbliche a

²⁰³ Vedi Reinhart e Rogoff (2009) per una storia di prestiti governativi e crisi bancarie negli ultimi 800 anni.

²⁰⁴ Alcuni degli sviluppi dei prestiti ipotecari subprime negli Stati Uniti negli anni '90 e 2000 possono essere legati alle modifiche del 1994 nell'applicazione della legge comunitaria di reinvestimento (CRA) e alla pressione politica per le istituzioni finanziarie per essere più prossima per le famiglie a basso reddito. Quanto questi sviluppi hanno contribuito alla crisi è stato controverso. Il FCIC (2011, executive summary, 27, and Chapter 7) conclude che il CRA " was not a significant factor". Das (2011, 187), un insider del settore, ha concluso: " It was not lending money to poor people that was the problem. The problem was lending money poorly ". Una visione dissidente del membro FCIC Peter Wallison (disponibile all'indirizzo http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_financial_report_wallison_dissent.pdf, accessibile il 21 ottobre 2012) Afferma che la politica abitativa è stata la causa principale della crisi. Le indagini empiriche del personale del consiglio dei governatori della Federal Reserve (disponibili all'indirizzo http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/20081203_analysis.pdf, accessibili il 21 ottobre 2012) e il BIS (vedi Ellis 2008) non Sostengono una tale interpretazione.

livello regionale non erano una tabella professionale.²⁰⁵ Fin dalla loro creazione negli anni settanta, non è passato quasi un decennio senza uno scandalo multibillionario associato a una o più di queste banche. La mancanza di professionalità ha riflesso sia la mancanza di competenza che il coinvolgimento nelle politiche industriali fluttuate dei governi regionali. Nella crisi finanziaria, il Landesbanken è stato tra le istituzioni più colpite, richiedendo molti miliardi di euro di denaro dei contribuenti. Nonostante ciò, le autorità politiche incaricate non sono state disposte a sconfiggerle.²⁰⁶ A un politico, il potere di spostare qualche milione di euro con una semplice telefonata, senza dover procedere alle procedure parlamentari, vale ogni euro di denaro dei contribuenti. È per questo che le capacità in eccesso sono state una fonte permanente di instabilità nel sistema finanziario tedesco.

La Francia è un altro esempio in cui le banche sono considerate istituzioni pubbliche.²⁰⁷ A seguito dell'elezione del 1981, le banche francesi sono state nazionalizzate e i loro amministratori delegati sono stati nominati dal governo. Successivamente le banche sono state nuovamente privatizzate, ma i loro amministratori delegati sono ancora provenienti dallo stesso gruppo di "Enarques", ex studenti dell'Elite Nationale d'Administration (ENA) dell'élite.²⁰⁸ Gli amministratori delegati hanno fatto la loro carriera nel governo, di solito il ministero Finanza, e ad un certo punto entrato in banca. Un esempio tipico può essere visto nella carriera di Pierre Mariani, che ha trascorso circa tredici anni in diversi ministeri, culminando in qualità di direttore del gabinetto del ministro del bilancio, Nicolas Sarkozy, nel 1993-1995. Il signor Mariani si trasferisce poi nel settore finanziario, dove ha lavorato con BNP Paribas prima di essere nominato amministratore delegato di Dexia dopo il primo salvataggio della banca nel 2009, sotto il presidente Nicolas Sarkozy.²⁰⁹ La resistenza di

²⁰⁵ Il sistema delle banche pubbliche in Germania coinvolge le banche di risparmio locali, di proprietà dei comuni e dei distretti, e del Landesbanken, di proprietà comune dei Länder, degli analoghi tedeschi degli Stati Uniti e delle associazioni regionali delle banche di risparmio. Per una panoramica, vedere Krahn e Schmidt (2003), in particolare il Capitolo 3. Sinn (2010) spiega che questa struttura è in parte responsabile della sconsiderazione di alcune banche tedesche prima della crisi finanziaria e della loro vulnerabilità nella crisi.

²⁰⁶ Esempi esilaranti sono Bayerische Landesbank e Westdeutsche Landesbank. Dal WestLB si dice che i contribuenti abbiano pagato 18 miliardi di euro solo dal 2005 (vedi "WestLB Disaster kommt Steuerzahler teuer zu stehen", Financial Times Deutschland, 20 giugno 2012). Nel 2008 BayernLB ha richiesto 10 miliardi di euro di nuovo patrimonio da parte dello Stato della Baviera, oltre a 15 miliardi di euro in garanzie di debito del governo federale. Kaserer (2010) mostra che la maggior parte dei costi della crisi verso i contribuenti è dovuta a perdite del Landesbanken.

²⁰⁷ . In questo contesto vale la pena notare che, mentre negli Stati Uniti la parola pubblica si riferisce a qualcosa che è apertamente accessibile, in Francia il pubblico si riferisce a qualcosa che è nel dominio dello stato (v. Fourcade 2009). Fourcade nota inoltre che la nozione di "stato" non è la stessa negli Stati Uniti e in Francia.

²⁰⁸ Enarques può essere tradotto come "rulers from the ENA", "enarchs".

²⁰⁹ Una generazione precedente, Jean-Yves Haberer aveva goduto di una carriera ministeriale ancora più distinta prima di essere nominato amministratore delegato della banca Paribas e, successivamente, CEO di Crédit Lyonnais, allora la più grande banca francese. Il suo mandato si è concluso nel 1993, quando Crédit Lyonnais aveva bisogno di 15 miliardi di euro in denaro dei contribuenti per evitare il fallimento. I mutui immobiliari, i prestiti agli uomini d'affari politici e la contabilità fraudolenta erano tra le cause dello scandalo. Oltre all'effetto

Francia e Germania a La regolamentazione più stretta della banca è in parte spiegata dal ruolo del Landesbanken in Germania e dalla rete degli Enarques francesi. The Landesbanken non è in grado di aumentare il patrimonio netto nel mercato azionario, ei propri proprietari pubblici preferiscono non mettere soldi supplementari se possono aiutarlo. Il divieto di controllo, però, è fuori questione. Allo stesso modo, la rete dei politici, dei banchieri e dei burocrati di Enarques in Francia non vuole sottoporre le banche al controllo degli investitori del mercato.²¹⁰ Cattura del Regolamento Sebbene possano istituire leggi e regolamenti che vedono, i politici sono Non nel sedile del conducente nel loro rapporto con le banche. I banchieri fanno di più sui bancari che i politici. Inoltre, i politici vogliono che la cooperazione dei banchieri fanno gli investimenti ai politici favorevoli o i contributi alla campagna.²¹¹ Quando i banchieri avvertono che i requisiti patrimoniali faranno male ai prestiti bancari e riducono la crescita economica, sono raramente contestati dai politici, non solo perché i politici non vedono Attraverso le affermazioni delle banche ma anche perché non vogliono sconvolgere la loro simbiosi con i banchieri.²¹² I banchieri e i politici hanno una dipendenza a due vie. In questa situazione i politici possono dimenticare le loro responsabilità e il sistema politico non riesce a proteggere l'economia dal rischio bancario. Anche dopo la crisi

girevole, questo sistema rafforza anche l'effetto domestico perché i supervisori e la supervisione sono andati alla stessa scuola e talvolta potrebbero essere stati compagni di classe (vedi "Old School Ties", The Economist, 10 marzo, 2012).

²¹⁰ . Nel 2000 il governatore della Banca di Francia, Jean-Claude Trichet, ha svolto un ruolo molto attivo nella fusione di Banque Nationale de Paris e Paribas, due delle maggiori banche francesi, in BNP Paribas, prevenendo così ogni fusione di queste banche Una banca estera. Ha chiarito che avrebbe preferito che la Société Générale, un'altra grande banca, si unisse anche nella fusione, ma gli azionisti di quella banca si sono rifiutati. Vedi See Nicolas Lecaussin, "What's the Matter with the French Banks? Whether the Market's Worst Fears Are Realized or Not, the Financial System Maintains Too Close a Relationship to the State," Wall Street Journal, September 13, 2011. See also Thomas (2012) on Dexia.

²¹¹ Le banche d'investimento hanno speso 169 milioni di dollari su tali contributi nel 2008, dando il 57 per cento ai democratici (il terzo più alto in generale); Hanno speso 104 milioni di dollari nel 2010, dando il 49 per cento ai democratici (quarto-più alto in generale). Nel 2012, finora le banche hanno speso 128 milioni di dollari, dando il 38% ai democratici. C'era un notevole spostamento verso il GOP dopo il 2008. Vedi " Wall Street Shifting Political Contributions to Republicans", Washington Post, 24 febbraio 2010. Mian et al. (2010) mostrano che la quantità di contributi della campagna del settore finanziario è un forte predittore del voto sulla legge di stabilizzazione economica di emergenza del 2008, che ha fornito al Tesoro fino a 700 miliardi di dollari in fondi di salvataggio che potrebbero essere utilizzati per sostenere l'industria finanziaria. Stiglitz (2010, 42) afferma che i contributi politici potrebbero essere gli investimenti più redditizi delle banche negli ultimi anni. Ross (2011, 75) fa anche la connessione tra una legislazione favorevole e un contributo politico. Lessig (2011, 83) riporta: " From 1999 to 2008, the financial sector expended \$2.7 billion in reported federal lobbying expenses; individuals and political action committees in the sector made more than \$1 billion in campaign contributions. . . . Comparing the campaign contributions of the one hundred biggest contributing firms since 1989, we find contributions from firms in the financial sector total more than the contributions of energy, health care, defense and telecoms combined." "

²¹² Ad esempio, le banche di risparmio tedesche hanno montato una forte campagna contro l'introduzione di un rapporto di leverage, richiedendo alle banche di avere un patrimonio pari ad almeno il 3 per cento del loro totale patrimonio. La campagna è stata unita dai loro proprietari, dai comuni, che finora hanno beneficiato del fatto che il prestito alle istituzioni governative non richiede alcun capitale. Vedere " Basel Bank Plans Eased after Heavy Lobbying", Reuters, 26 luglio 2010.

finanziaria, come ha ammesso un politico, le banche "hanno il posto"²¹³

I tre decenni che hanno portato alla crisi finanziaria del 2007-2009 sono stati caratterizzati da un'enorme crescita nei settori finanziari degli Stati Uniti e dell'Europa. Le banche e le imprese finanziarie hanno convinto i politici e le autorità di regolamentazione che non sono necessarie regolamentazioni strette perché i mercati funzionano abbastanza bene. I banchieri hanno guadagnato prestigio e ricchezza e la loro influenza politica è aumentata. Anche un'ideologia antiregolazione ha contribuito.²¹⁴ Prima della crisi finanziaria, i regolatori non hanno adottato regole corrette e le autorità di vigilanza non hanno applicato le norme in vigore per impedire il comportamento sconsiderato dei banchieri.²¹⁵ Negli Stati Uniti, ad esempio, Alan Greenspan (Presidente della Federal Reserve), Arthur Levitt (presidente della Securities and Exchange Commission [SEC]) e Robert Rubin (segretario del tesoro) hanno impedito un'iniziativa nel 1998-2000 che avrebbe imposto una maggiore trasparenza sui mercati dei derivati. Tale trasparenza era assente nella crisi finanziaria.²¹⁶ Una decisione del 2004 della SEC ha permesso alle banche d'investimento degli Stati Uniti di determinare il loro capitale di vigilanza sulla base delle proprie valutazioni del rischio e ciò ha permesso a Lehman Brothers e ad altre banche d'investimento di diventare fortemente indebitati e vulnerabili.²¹⁷ Il Regno Unito ha istituito anche il cosiddetto "light-touch regulation" per espandere il ruolo di un importante centro finanziario.²¹⁸ Un fattore importante che sottende la crisi finanziaria del 2007-2009 è stato il fallimento dei regolatori e Supervisor negli Stati

²¹³ Ryan Grim, "Dick Durbin: Banche Frankly Own the Place", Huffnngton Post, 30 maggio 2009. Lessig (2011) chiama tali relazioni "dipendenze corrotte". L'impatto del denaro sulla politica è stato identificato e discusso Più in generale da molti altri recentemente, in particolare Johnson e Kwak (2010), Ferguson (2012) e Hayes (2012).

²¹⁴ Johnson and Kwak (2010), Lessig (2011), Morgenson and Rosner (2011), Ferguson (2012), Hayes (2012), and Kwak (2012).

²¹⁵ Johnson and Kwak (2010, Chapters 6 and 13), Kane (2012c), and Barth et al. (2012)

²¹⁶ Johnson e Kwak (2010, capitolo 5) e altri conti descrivono come è stata respinta la proposta iniziale di Brookley Born, presidente della Commodity Futures Trading Commission, per disciplinare la negoziazione dei derivati effettuata nel 1998, seguita dalla Legge per la modernizzazione dei futures dei prodotti, approvata Nel dicembre 2000, esonerando la maggior parte dei derivati over-the-counter dalla regolamentazione. Il Th è Act è visto come un motivo principale che il rischio significativo potrebbe accumulare e andare indisturbato nei mercati dei derivati.

²¹⁷ William Cohan, in " How We Got the Crash Wrong " (Atlantic, giugno 2012), suggerisce che, contrariamente a quanto hanno scritto altri, questa decisione ha effettivamente rafforzato la regolamentazione del capitale per le banche d'investimento. Tale fatto è che la sentenza ha permesso loro di avere molto meno patrimonio netto rispetto alle banche commerciali statunitensi, all'ordine del 3% del loro patrimonio totale o meno. Inoltre, le autorità di regolamentazione hanno permesso alle banche d'investimento di tenere molti titoli fuori dai propri bilanci in veicoli speciali.

²¹⁸ . Vedere Patrick Jenkins e Brooke Masters, "Finance: London's Precarious Position", Financial Times, 29 luglio 2012. Tuttavia, perché il Regno Unito è stato particolarmente colpito dalla crisi finanziaria, le autorità britanniche hanno preso il comando nel dibattito su Stringendo la regolamentazione bancaria. La Independent Commission on Banking ha proposto l'imposizione di una regolamentazione notevolmente più rigorosa del asel Committee on Banking Supervision e Adair Turner, capo della Financial Services Authority, è stato un forte sostenitore del tipo di riforma che proponiamo in questo libro (v. , Ad esempio, Turner 2010, 2012). Molti invocano requisiti di capitale più elevati sono anche provenienti dalla Bank of England (per esempio, Miles et al. 2011, Haldane 2012a, c e Jenkins 2012a, b).

Uniti e in Europa per stabilire e applicare regole appropriate per prevenire il comportamento sconsiderato dei banchieri.²¹⁹ Le autorità di vigilanza negli Stati Uniti e in Europa hanno permesso alle banche di eludere le esigenze di capitale creando diverse entità che non appaiono sui bilanci delle banche. Gli investitori erano disposti a prestare a queste entità perché le banche sponsor erano in garanzia. Le autorità di vigilanza non hanno obiettato che le banche mantengano tali esposizioni dal bilancio, né hanno cercato di limitare gli obblighi delle banche dalle garanzie. Gli obblighi finirono notevolmente indebolendo le banche sponsor e colpendo alcuni di loro quando la crisi si è rotta nell'estate del 2007.²²⁰ Che cosa provoca la cattura regolamentare? In primo luogo, la regolamentazione e la supervisione di un settore richiede una certa competenza. Questa esperienza è meglio trovata tra le persone del settore. I regolatori e le autorità di vigilanza tendono quindi ad avere un notevole numero di reclute dell'industria. Se queste persone sono competenti, possono eventualmente essere assunte dall'industria. In una situazione di questo tipo di girevole, un regolatore può iniziare con qualche simpatia per la banca che ha appena lasciato.²²¹ Inoltre, i regolatori potrebbero non desiderare essere duri sulle banche da cui sperano di ricevere offerte di lavoro nel futuro. Negli Stati Uniti, i banchieri servono nei consigli delle banche della riserva federale regionale, che sono responsabili della supervisione delle banche e anche nell'elaborazione dei regolamenti. Ad esempio, Jamie Dimon, CEO di JPMorgan Chase, è stato nel consiglio della Federal Reserve Bank di New York dal 2007 e servirà nel corso del 2012, anche se la New York Fed è direttamente coinvolta nella formulazione e nell'applicazione delle norme sui capitali e di altre politiche influenzando JPMorgan Chase e altre banche.²²²

²¹⁹ Johnson and Kwak (2010), Dunbar (2011), Barth et al. (2012), and Kane (2012a).

²²⁰ Queste entità non avevano praticamente alcun patrimonio. Sono stati finanziati da prestiti a breve termine e detenuti diversi titoli garantiti da attività. Un esempio estremo è la Sächsische Landesbank, con oltre 40 miliardi di euro di guarantees to conduits e SIV quando il suo patrimonio netto è inferiore a 4 miliardi di euro. Vedi Acharya et al. (imminente).

²²¹ Sulle revolving doors, vede Cristina Cooke, Pedro da Costa e Emily Flitter, "The Ties That Bind at the Federal Reserve", Reuters, 30 settembre 2010, e Brooke Masters, "Enter the Revolving Regulators", Financial Times, 23 aprile 2012. Il fenomeno è pervasivo (vedi Suzy Khimm, "How JPMorgan Exploits Washington's Revolving Door; the Project on Government Oversight Points out That at JPMorgan Frequently Dispatches Former Government Officials to Lobby Current Regulators Who Are Writing the Rules for Wall Street Reform", Washington Post, 22 giugno 2012) "Why Can't Obama Bring Wall Street to Justice? Maybe the Banks Are Too Big to Jail. Or Maybe Washington's Revolving Door Is at Work", Newsweek, 14 maggio 2012; E Nicolas Lecaussin, "What's the Matter with the French Banks? Whether the Market's Worst Fears Are Realized or Not, the Financial System Maintains Too Close a Relationship to the State." Wall Street Journal, 13 settembre 2011. Lessig (2011, 123) St. Che nel 2009 il settore finanziario aveva in suo favore sette ex membri del Congresso. Descrive inoltre la porta girevole con staffe (222-223). Zingales (2012, 277-278) sostiene che la cattura è più probabile quando i regolatori devono avere competenze altamente specifiche.

²²² See, for example, Annalyn Censky, "Why Is Jamie Dimon on a Federal Reserve Board?" CNNMoney, CNN, May 21, 2012.

Questa situazione può creare notevoli conflitti di interesse.²²³ In secondo luogo, i regolatori esibiscono quello che è noto nello sport come il bias degli arbitri di casa, la simpatia subconscia degli arbitri per la squadra che viene acclamata dalla folla di casa.²²⁴ Se la folla degli spettatori, come i segmenti della stampa, dei politici e degli specialisti dell'industria, favoriscono determinate persone e istituzioni, i supervisori possono diventare pregiudiziati e favorirli. La previsione del team domestico è particolarmente forte se le imprese interessate affermano che un regolamento danneggia ingiustamente la loro capacità di competere con squadre in trasferta, imprese in altri paesi. In questo contesto, è importante rendersi conto che gli interessi particolari tendono ad essere molto più vocali del pubblico. Poiché la regolamentazione è molto importante per loro, in modo da investire pesantemente nel lobbying. A qualsiasi individuo senza un interesse particolare, la regolamentazione può sembrare troppo poco importante per garantire un grande investimento di attenzione o di energia. Anche se, nell'insieme dell'applicazione adeguata del regolamento, perché tante persone sono colpite, gli interessi speciali che combattono la regolamentazione possono avere una maggiore influenza²²⁵. In terzo luogo, le imprese del settore influenzano i politici e gli amministratori attraverso la lobbying e fornendo denaro, in particolare per le campagne elettorali. Le imprese delle industrie regolamentate vogliono assicurarsi che gli appartenenti alle posizioni regolatorie non saranno troppo impegnative. I migliori banchieri e politici interagiscono anche in molti modi informali. Ad esempio, Jamie Dimon coltiva le sue relazioni con i funzionari governativi di alto livello e ha affermato che JPMorgan Chase "ottiene un ottimo ritorno sulla settima linea di business della società" - le relazioni

²²³ Nel marzo 2008, quando il sig. Dimon era sul consiglio della Fed di New York, JPMorgan Chase ha acquisito la banca d'investimento fallita Bear Stearns, con le garanzie della Fed di New York. Johnson e Kwak (2010, 159) affermano che "this was a coup for JPMorgan, which was paying for Bear Stearns approximately what its building was worth". Richard Fuld, CEO di Lehman Brothers, ha servito al consiglio della New York Fed 2005 e aveva appena iniziato il suo secondo anno di tre anni quando il Lehman Brothers entrò in fallimento. Vedi Huma Khan, "Federal Reserve Board Rife with Conflict of Interest, GAO Report", ABC News, ABC, 19 ottobre 2011. Sulla percezione degli investitori che avere un regista a bordo della Federal Reserve Bank locale è benefico, Vedi Adams (2011).

²²⁴ La ricerca empirica ha dimostrato che negli sport in cui le chiamate giudiziarie dei giudici sono importanti, queste chiamate di giudizio tendono a favorire le squadre di casa. I giudici sembrano essere inconsciamente influenzati dalle simpatie della folla guardando per la squadra di casa. Vedi Barth et al. (2012), che usano l'analogia per discutere della cattura nel settore bancario e le relative referenze.

²²⁵ La conoscenza è originaria di Olson (1965), Stigler (1971) e Peltzman (1976). Secondo il Centro per la Politica Responsiva (informazioni disponibili all'indirizzo <http://www.opensecrets.org/lobby/top.php?ShowYear=a&indexType=c>, accessibile il 21 ottobre 2012), l'industria finanziaria ha speso 479.237.675 dollari per lobbying nel 2011, con un incremento di circa il 13,9% rispetto al 2007. (Inflazione complessiva in questo periodo è stata di circa l'8%). Lessig (2011, 147) rileva che "in October 2009, around the time the Dodd-Frank Act was debated, there were 1,537 lobbyists representing financial institutions registered in D.C. . . . twentyfive times the number registered to support consumer groups unions and other proponents of strong reform". Questo non tiene conto del legame diretto tra politici e banchieri importanti che compiono notevoli contributi di campagna.

governative.²²⁶ Se un'agenzia di regolamentazione è zelante nel tentativo di controllare l'industria, il legislatore può ridurre il budget dell'agenzia per frenare lo zelo.²²⁷

In altre industrie, gli effetti della cattura regolamentare potrebbero essere indeboliti dalla resistenza dei clienti e dei concorrenti delle imprese, del pubblico e dei politici.²²⁸ Ad esempio, gli standard di sicurezza che consentirebbero un rischio di incidenti aerei non sarebbero tollerati a lungo.²²⁹ Il danno è evidente e è facile tracciare danni indietro a negligenza e sconsiderazione. Nel settore bancario, tuttavia, è più difficile rilevare i danni derivanti da una regolamentazione e da una supervisione inefficaci. Inoltre, per i motivi che abbiamo discusso in precedenza, i politici potrebbero trovarlo abbastanza appropriato o conveniente per i regolatori e le autorità di vigilanza per essere lenti verso le banche. Il pubblico è disperso e disorganizzato e altri individui e imprese hanno poco da guadagnare individualmente da spingere la riforma bancaria.²³⁰ Ognuno ha rapporti con le banche e molti lo trovano benefico o necessario per mantenere i loro buoni rapporti con le banche. In questo contesto, argomenti confusi e difettosi, i nuovi abiti dei banchieri, sono più suscettibili di influenzare la politica. Questa situazione può cambiare solo con una notevole pressione del pubblico. I gruppi di cittadini non profit e quelli di interesse pubblico cercano di offrire un contrappeso alla lobby di gruppi industriali, ma le loro risorse difficilmente possono

²²⁶ See Jackie Calmes and Louise Story, "In Washington, One Bank Chief Still Holds Sway," *New York Times*, July 18, 2009.

²²⁷ Un esempio è la battaglia intensa negli Stati Uniti sul Financial Consumer Protection Bureau (vedi Wilmarth 2012a, b, Nathan Kopel, "Consumer Protection Bureau Mired in Politics", *Wall Street Journal*, 15 giugno 2011 e Michelle Singletary, "Consumer Financial Protection Bureau Got Off to a Good Start in Its Inaugural Year," *Washington Post*, 10 luglio 2012). Bair (2012, 342) afferma che "industry lobbyists have found that the best way to harass the SEC and the CFTC [Commodity Futures Trading Commission] and block efforts at financial reform is through convincing appropriation committees to restrict how these agencies can use their money". Descrive gli efforts per "prohibit the CFTC from using its funds to implement rules forcing more derivatives into public trading facilities and other measures".

²²⁸ Ad esempio, i vecchi monopoli delle telecomunicazioni sono stati sollevati quando i nuovi fornitori riuscirono a convincere i giudici e i politici di avere motivi legittimi per voler entrare in questi mercati e che c'è molto da guadagnare dalla concorrenza e dall'innovazione (cfr. Crandall 1991, Waverman e Sirel 1997 e Viscusi et al., 2005).

²²⁹ Il National Transportation Safety Board è dedicato a indagare le cause dei grandi incidenti nei sistemi di trasporto; un'organizzazione simile che potrebbe impedire "incidenti" finanziari (vedi Fielding et al., 2011). Il Th e Financial Stability Oversight Council istituito con la legge Dodd-Frank è costituito da regolatori esistenti; finora non vi è alcuna prova che sia stato utile a questo scopo (si veda, ad esempio, Bair, 2012, 337-339). Allo stesso modo, la legge Dodd-Frank ha istituito l'Office for Financial Research, ma questa agenzia è stata lenta a svilupparsi e il suo impatto potenziale non è chiaro a partire da questa scrittura.

²³⁰ Un'eccezione che dimostra la regola è che Nikolaus von Bomhard, amministratore delegato del più grande reinsuratore del mondo, Munich Re, ha chiesto la riforma bancaria. Allo stesso tempo ha affermato che il settore assicurativo non aggiunge un rischio sistemico e pertanto non dovrebbe ricevere la stessa attenzione da parte delle autorità di regolamentazione. Vedi "Munich Re CEO Says Europe Needs to Push Forward Structural Reforms", *Wall Street Journal*, 16 luglio 2012. Negli Stati Uniti, Paul Singer, gestore di hedge fund, ha chiesto la riforma finanziaria (vedi "Donor Urges Romney Shift on Banks," *Financial Times*, 15 agosto 2012). Tuttavia, come ha dichiarato Eric Rosengren, presidente della Federal Reserve Bank di Boston, "financial stability has no constituency" (see "Money-Market Funds Still Need Reform," *Wall Street Journal*, 26 aprile 2012, e Rosengren 2012).

competere con quelle dell'industria finanziaria e spesso hanno difficoltà ad avere accesso a politici e regolatori.²³¹ Un confronto interessante Può essere fatta con le autorità giapponesi che hanno incaricato di sorvegliare l'energia elettrica di Tokyo (TEPCO) prima del terremoto e dello tsunami l'11 marzo 2011. Secondo il comitato parlamentare che indaga sul disastro nucleare presso la centrale nucleare di Fukushima Daiichi Eventi, il disastro potrebbe essere stato evitato se il supervisore fosse stato più diligente nell'imporre regole di sicurezza e la società era stata più impegnata a rispettare. In quello che la relazione sul disastro nucleare chiama una "cultura di compiacenza", il comportamento di TEPCO e dei suoi supervisori è stato caratterizzato da legami collusivi tra l'industria nucleare, i regolatori e i politici. I regolatori hanno permesso a TEPCO di operare reattori conosciuti per avere problemi significativi e TEPCO è riuscito a nascondere alcuni problemi ancora più gravi. I regolamenti erano inesistenti o incoerenti o non sono stati applicati. Gli individui coinvolti sembravano più interessati ai propri interessi che alla sicurezza degli impianti. Il cosiddetto villaggio nucleare rappresentava porte rivoluzionarie e una rete di connessioni tra funzionari governativi, regolatori e TEPCO.²³² Le relazioni sul contesto normativo e politico emerso nel contesto del TEPCO mostrano una stretta somiglianza con la situazione Dell'industria finanziaria. In entrambi i casi, la cattura regolamentare e politica non è stata controllata, e ancora, perché i rischi sono stati nascosti, finché il disastro non ha colpito. Molto è sbagliato con la banca, e molto può essere fatto su di esso. Se i politici ei regolatori non riescono a proteggere il pubblico, devono affrontare pressioni per cambiare corso. La sfida è quella di far sì che coloro che gestiscono i soldi degli altri - compresi banchieri, politici e regolatori - abbiano più delle conseguenze delle loro decisioni.

Nell'ultima fase dei salvataggi del 2008-2009, c'è stato molto dibattito su ciò che è sbagliato con il sistema bancario. Spesso, la discussione si concentra sulle banche più grandi,

²³¹ Sono tante organizzazioni dedicate al miglioramento della regolamentazione finanziaria per il pubblico, come Better Markets and Americans for Financial Reform in the United States and Finance-Watch in Europe. In "Facing Down the Bankers" (New York Times, 20 maggio 2012), Annie Lowrey descrive Dennis Kelleher da Better Markets come "battling against Wall Street and its lobbies to regulate the banking system" e cita l'ex senatore Byron Dorgan, "It's David versus Goliath, but at least David's there". Vedi anche Scott Patterson, Serena Ng e Victoria McGrane, "Boo, and Backers, for 'Volcker Rule'", Wall Street Journal, il 14 febbraio 2012, e Simon Johnson, "Opening up the Fed", il New York Times, blog Economix, il 23 febbraio 2012. Lessig (2011) descrive l'eccessivo impatto del denaro sulla politica negli Stati Uniti. Nel contesto più ampio, Ross (2011, 68) afferma che "it is not clear that contemporary political institutions, whether national or international, do in fact successfully give sufficient attention to the common interests of humanity. Instead, it's increasingly evident that these institutions instead [sic] elevate the interests of the most powerful interest groups over collective interests, and neglect long-term primary needs".

²³² See Norimitsu Onishi and Ken Belson, "Culture of Complicity Tied to Stricken Nuclear Plant," New York Times, April 26, 2011.

chiamate "troppo grandi per fallire".²³³ Altre istituzioni finanziarie hanno la distinzione di essere troppo interconnessi, troppo importanti o forse troppo politici per fallire. Essi sono definiti "sistemicamente importanti". Uno degli effetti peggiori di avere istituzioni troppo "importanti (troppo grandi, troppo sistemiche o troppo politiche) per fallire" - cioè le istituzioni il cui fallimento il governo vuole evitare - È la creazione di incentivi distorti e pericolosi per queste istituzioni o per altri che vogliono raggiungere questo status. Per affrontare questo problema, una possibilità è di concentrarsi su come tali istituzioni possano essere rese più piccole, meno interconnesse, importanti o politiche, affinché non ci sia alcun problema nel lasciarli fallire.²³⁴ Il nostro approccio prende invece la sua indagine dalla citazione Benjamin Franklin: "Un grammo di prevenzione vale una libbra di cura".

Piuttosto che concentrarsi solo su come prepararsi per la possibilità di fallire o come riorganizzare le attività di queste istituzioni, in modo che il fallimento diventi gradevole. Facciamo qualcosa, a un costo ragionevole, per evitare che le istituzioni finanziarie vadano al punto di fallire in primo luogo? Questa domanda può essere posta su piccole e grandi istituzioni e per tutti i tipi di istituzioni il cui fallimento potrebbe essere dannoso per il sistema. Tuttavia, è ovviamente più urgente per le istituzioni il cui fallimento sarebbe più dannoso per l'economia. Il fallimento finanziario comporta un mancato pagamento dei debiti, cioè promesse legali da pagare. Le banche e le altre istituzioni danneggiano l'economia più quando diventano afflitte o insolventi, cioè quando entrano in una situazione in cui non possono pagare i loro debiti o quando gli investitori temono di non essere in grado di pagare i loro debiti. Ciò è molto probabile se le banche prendano troppo debito per iniziare e se le persone responsabili, nelle banche o tra i regolatori, non prendono le precauzioni necessarie

²³³ Vedi, ad esempio, Johnson e Kwak (2010), Allison (2011) e Hoenig e Morris (2011). La Federal Reserve Bank di Dallas (2012) ha dedicato la sua relazione annuale 2011 ad una chiamata a "end too big to fail now". Molte altre espressioni colorate vengono utilizzate per descrivere queste banche. Per esempio, vedi Thomas Hoenig, "Too Big to Succeed", New York Times, 1 dicembre 2010; Sebastian Mallaby, "Woodrow Wilson Knew How to Beard Behemoths", Financial Times, 5 luglio 2012; Patrick Jenkins, "Too Big to Be Trusted: Banks' Balance Shifts towards the Historical and Ethical", Financial Times, 17 luglio 2012; Jim Wells, "Too Big to Behave, Not Too Big to Be Punished", American Banker, 20 luglio 2012; E George Will, "Too Big to Maintain?" Washington Post, 12 ottobre 2012. Hu (2012) discute il problema delle banche "essere" too complex to be depicted". Riferendosi a Haldane (2012b), vedere "Bank of England Official Likens Banks to Overgrown Elephant Seals", Financial Times, 25 aprile 2012.

²³⁴ Il rischio è maggiore quando molte banche scelgono strategie simili. Se si aspettano che le autorità di vigilanza e le banche centrali perseguano una politica troppo insufficiente, essi possono effettivamente scegliere strategie di prestito, in modo che, se i prestiti fanno male, essi falliranno contemporaneamente e le autorità dovranno ripulire il pasticcio (vedi ad esempio Acharya et al. 2007, Acharya e Yorulmazer 2008, Farhi e Tirole 2011). La crisi S & L degli anni '80 negli Stati Uniti, la crisi bancaria giapponese degli anni '90 e la recente crisi dei cajas spagnoli (banche locali o regionali) hanno coinvolto molte banche in assenza. Queste crisi mostrano che anche i salvataggi possono essere difficili da evitare se molte banche sono in difficoltà allo stesso tempo. Non solo tali politiche di salvataggio sono costose; Possono anche distruggere gli incentivi delle banche in modo da diventare motivati a prendere rischi in modo che si verifichino contemporaneamente difformità di guasti.

per prevenire l'afflizione finanziaria. Importante, il danno che i fallimenti o le insolvenze delle istituzioni finanziarie creano non si limita all'impatto sui depositanti, quelli che forniscono assicurazioni dei depositi e clienti esistenti e nuovi prestiti. Ad esempio, Lehman Brothers non si è impegnato in operazioni commerciali eppure i danni derivanti dal suo fallimento sono stati enormi.²³⁵

Questa osservazione suggerisce che la regolamentazione bancaria dovrebbe concentrarsi sulla protezione del sistema finanziario dai rischi derivanti dal settore degli investimenti bancari almeno quanto essa mira. Per proteggere i depositanti e assicurarsi che le banche forniscano prestiti coerenti e adeguati.²³⁶ L'interconnessione dei mercati finanziari e delle istituzioni finanziarie implica che gli effetti di contagio nascono in attività diverse dalle operazioni commerciali. Nel 1998 le autorità hanno pensato che il fondo di copertura LTCM sia sistematicamente importante e intervenuto per impedirgli di fallire nel modo normale. Bear Stearns e Lehman Brothers erano entrambe le banche d'investimento pura; L'acquisizione di Bear Stearns da parte di JPMorgan Chase è stata sovvenzionata dalla Federal Reserve e il fallimento di Lehman Brothers ha provocato il caos. Inoltre, nel settembre 2008 il governo americano ha esonerato la società di assicurazioni AIG anziché consentirgli di andare in fallimento.²³⁷

Anche se le banche più grandi diventano più piccole, l'interconnessione del sistema finanziario e il pericolo di contagio saranno comunque probabili generare eccessivi Fragilità, a meno che non si faccia più per controllare questa fragilità.²³⁸ Le istituzioni finanziarie

²³⁵ Nel primo round i danni hanno riguardato creditori di breve durata, come i fondi del mercato monetario e gli hedge funds, nonché i partecipanti a mercati dei derivati che avevano atteso che Lehman Brothers servisse da mercato. Gli effetti primari hanno avuto ulteriori ripercussioni attraverso corse su altre banche d'investimento e sui fondi del mercato monetario e con un calo dei prezzi in molti mercati dei beni. Admati, Anat e Martin Hellwig. *The New Clothes Bankers*, Princeton University Press, 2013. ProQuest Ebook Central, <http://ebookcentral.proquest.com/lib/fordham-ebooks/detail.action?docID=1084823>. Creato da fordham-ebooks il 2017-06-09 02:41:23. Copyright © 2013. Princeton University Press. Tutti i diritti riservati. 334 NOTE A PAG. 219

²³⁶ Paradossalmente, Bear Stearns e Lehman Brothers erano più leggermente regolamentati delle banche commerciali e questo contribuì alla loro rovina. Come banche di investimento pura, sono state regolate dalla Securities and Exchange Commission (SEC), che ha permesso loro di applicare l'approccio di Basilea II per determinare i loro requisiti patrimoniali, così come le banche europee. Di conseguenza, l'indebitamento e la presa in carico di queste banche sono cresciute a tali livelli che non hanno potuto assorbire le loro grandi perdite nel 2007 e nel 2008.

²³⁷ I contratti CDS sono stati strutturati in modo che AIG dovesse inviare titoli di cassa se i titoli ipotecari assicurati sono stati degradati. Queste erano gli impegni che l'AIG non poteva compiere e che erano stati interamente pagati dal governo Usa. Vedi Barofsky (2012).

²³⁸ L'interconnessione verrà effettivamente aumentata se la rottura significa che alcune istituzioni devono prendere in prestito da altri, mentre in precedenza i due erano stati sotto lo stesso tetto aziendale. Ad esempio, sotto gli atti McFadden e Glass-Steagall negli Stati Uniti, alcuni fondi dei depositanti sarebbero stati prestati dalle banche commerciali locali alle grandi banche del centro monetario e alcuni fondi dei depositanti sarebbero stati prestati dalle banche commerciali alle banche d'investimento. Nelle banche universali europee con grandi reti di filiali, tutte queste sarebbero transazioni interne. Il problema ultimo di controllare i rischi con i soldi è lo

potrebbero ancora entrare in difficoltà e, se e quando lo fanno, le implicazioni del fallimento per il resto del sistema finanziario potrebbero essere talmente spaventose che ancora non potrebbero essere lasciate fallire.²³⁹ Questo ragionamento spiega la nostra attenzione per migliorare la sicurezza e la solidità delle banche. Se i fallimenti diventano meno probabili, il sistema finanziario diventerà più robusto e stabile e sarà in grado di servire più costantemente l'economia. Il regolamento deve concentrarsi innanzitutto sul rendere le banche più resilienti agli shock, soprattutto perché esiste un modo economico per farlo. Qualunque altra cosa sia fatta, è fondamentale trovare modi per ridurre la probabilità che le banche diventeranno disturbate o insolventi. In questo libro abbiamo sostenuto che il raggiungimento di questo obiettivo più direttamente, con un po' di costi per la società, comporterebbe che le banche avessero molto più equità e basterebbe meno sul prestito. Se le banche hanno notevolmente più finanziamenti azionari, saranno meno probabili divenire insolventi o falliscono e i governi saranno meno probabili entrare in una posizione in cui devono scegliere tra salvataggi bancari e fallimenti bancari contagiosi. La regolamentazione del finanziamento azionario è necessaria perché, se le banche sono lasciate a scegliere i loro livelli di equity per loro, hanno incentivi a scegliere troppo poco. Le assicurazioni sui depositi e le altre garanzie, nonché il sistema fiscale, pregiudicano le preferenze delle banche per il prestito.

Il fatto che le banche siano già fortemente indebitate crea anche pregiudizi a favore di continuare a prendere in prestito e resistere a più equità. Come abbiamo spiegato in tutto il

stesso in entrambi i regimi. Tuttavia, in un regime in cui le unità bancarie commerciali dispongono di un punto di riferimento su dove i fondi dei depositanti vengono, il controllo di tali rischi è probabilmente più efficace di un regime in cui le banche d'investimento governano la proprietà e possono richiedere Tutti i fondi che gradiscono al prezzo "prevalente" che l'organizzazione madre sta impostando. Per esempio di come il controllo dell'investment banking da parte di dirigenti di una banca universale possa fallire, si veda UBS (2008). Si potrebbe pensare che il controllo dei banchieri d'investimento sarebbe più rigido se dovessero ottenere finanziamenti attraverso una relazione arm'slength con un'altra parte. Tuttavia il finanziamento a larga scala di banche d'investimento come Bear Stearns o Lehman Brothers da fondi del mercato monetario e da altre istituzioni non ha fornito molta disciplina. Gli accordi strutturali tra l'integrazione completa del tipo UBS e la separazione completa del tipo Glass-Steagall, ad esempio un'organizzazione di deposito di depositi e operazioni di investimento in filiali separate della stessa società madre, potrebbero dare origine a relazioni di Diverse società controllate. Un esempio di tali rapporti di falso braccio è fornito dal sistema delle banche pubbliche tedesche in cui le banche locali di risparmio, attive nella banca al dettaglio, raccolgono più fondi dai depositanti che non possono utilizzare se stessi e investono automaticamente gran parte del loro surplus Fondi con il Landesbanken, attivi nel settore degli investimenti bancari. In qualsiasi accordo, la questione chiave è come assicurare una corretta governance per il finanziamento di attività bancarie rischiose.

²³⁹ I tentativi di costituire centrali di compensazione per i derivati potrebbero in realtà creare nuove e particolarmente pericolose istituzioni sistemicamente importanti. Essere posseduto dalle banche partecipanti renderebbe i climieri molto connessi. È essenziale che abbiano una capacità sufficiente ad assorbire le perdite senza bisogno di alcun sostegno da parte delle banche o del governo. Regolarli effettivamente sarebbe critico. Se più derivate erano Admati, Anat e Martin Hellwig. *The New Clothes Bankers*, Princeton University Press, 2013. ProQuest Ebook Central, <http://ebookcentral.proquest.com/lib/fordham-ebooks/detail.action?docID=1084823>. Creato da fordham-ebooks il 2017-06-09 02:41:23. Copyright © 2013. Princeton University Press. Tutti i diritti riservati. Le note alle pagine 220-225 335 scambiate sugli scambi, ciò potrebbe aumentare la stabilità finanziaria senza molto pregiudicare l'economia. Vedi Levitin (2013) per una discussione sulle strutture di compensazione.

libro, il prestito può essere dipendente, soprattutto se il mutuatario beneficia di garanzie. Molto semplicemente, le banche sono deboli e fragili, perché sono solo perché vogliono essere e non a causa di alcun vantaggio che questo porta alla società. Nulla che le banche fanno richiede che si prendano in prestito tanto quanto fanno quanto altrettanto che si occupino. La buona regolamentazione dovrebbe affrontare direttamente i principali problemi che devono essere risolti e lo farà nel modo più efficace possibile.²⁴⁰ Se una diagnosi chiave è che le banche e le altre istituzioni sono troppo fragili, assicurandosi di avere molto di più L'equità è il modo più semplice e più efficace per affrontare questo problema e correggerà o ridurrà molte distorsioni generate da garanzie pubbliche e sovvenzioni. I vantaggi di questo approccio sono particolarmente forti per le banche e altre istituzioni la cui difficoltà e insolvenza avrebbero impatto sul sistema complessivo. La regolamentazione del capitale è già in atto e il miglioramento non richiede molto nel modo delle nuove leggi. I regolatori oft en hanno molta autorità per agire. Richiamando solo che le banche finanziino le loro attività con più equità, la regolamentazione del capitale è meno intrusiva di qualsiasi altro tipo di regolamentazione che possa intervenire nell'attuale attività economica delle banche. Le normative precedenti del patrimonio falliscono perché erano insufficienti, flessibili e improprie. Possiamo e dobbiamo fare notevolmente meglio delle richieste attuali. Ci sono molti vantaggi in una situazione in cui le banche e altre istituzioni finanziarie sarebbero necessarie per avere sostanzialmente più equità. In primo luogo, maggiore equità ridurrebbe la probabilità che le banche cadranno in difficoltà finanziarie o in insolvenza. Questa situazione aumenterebbe la stabilità del sistema e affronterebbe le preoccupazioni di contagio, ma avrebbe benefici ulteriori. Le banche meno debitori sono in una posizione migliore per fare buoni prestiti. Al contrario, le banche fortemente indebitate sono più inclini ad assumere i rischi eccessivi nei prestiti, e possono smettere di prestare se vengono in difficoltà finanziarie. Un altro beneficio di maggiori requisiti patrimoniali è che ridurrebbero naturalmente le dimensioni e gli effetti distorsivi delle garanzie e delle sovvenzioni. Con meno sovvenzioni, le grandi banche potrebbero rompersi senza essere costretti a farlo per legge o regolamentazione, sotto pressione da parte degli investitori preoccupati per la loro inefficace dimensione o complessità. Alti requisiti patrimoniali renderebbero più probabile che le banche diventassero naturalmente più piccole. I requisiti patrimoniali maggiori dovrebbero pertanto alleviare il problema delle banche troppo grandi, troppo interconnesse o troppo politiche per fallire. Non solo le banche avrebbero meno probabilità di fallire;

²⁴⁰ See Admati and Hellwig (2011b).

Sopporterebbero di più delle proprie perdite se dovessero subire perdite e sarebbero meno in grado di trarre vantaggio dal prestito a basso costo sovvenzionato che il loro status come troppo grande da fallire li ha conferiti. Meglio di tutti, questi molti vantaggi critici di requisiti patrimoniali significativamente più elevati potrebbero essere ottenuti praticamente senza alcun costo per la società. I contribuenti avrebbero risparmiato sovvenzioni e il pubblico avrebbe beneficiato di un sistema finanziario più stabile e più sano. Non sono pertanto presenti scambi commerciali associati a questo approccio. La società otterrebbe grandi vantaggi gratuitamente. I banchieri hanno più bisogno di requisiti patrimoniali più elevati, ma l'unico modo per avere maggiori equità potrebbe essere costoso per loro, impedendo loro di beneficiare a scapito dei contribuenti e dei creditori. Per questo libro abbiamo esposto una grande collezione di ciò che chiamiamo i nuovi vestiti dei banchieri, i motivi non validi che i banchieri hanno dato a come trasferirsi in un sistema con molto più equità bancaria, anche al livello del 20 per cento o del 30 per cento delle banche. L'importo complessivo è indesiderabile o impossibile.²⁴¹ Le argomentazioni esplicite e la lobbying bancaria hanno impedito una riforma molto vantaggiosa. Ad esempio, nel discutere i costi di maggior equità, i banchieri si riferiscono spesso al rendimento che gli investitori richiedono, lamentando di non poter fornire i rendimenti richiesti se hanno più equità. Il ragionamento è contrario ai principi fondamentali che operano nei mercati finanziari in cui le banche operano. Uno di questi principi è che gli investitori richiedono risarcimento per il rischio. Ad esempio, gli investitori sono attualmente disposti a ricevere quasi nessun rendimento quando si investono in obbligazioni governative sicure. Ogni discussione sui rendimenti che non riconosce questo principio è fondamentalmente flessibile. Nel targeting dei rendimenti elevati, i banchieri possono assumere rischi per i quali i loro azionisti non sono adeguatamente compensati e che danneggino definitivamente i loro creditori o il pubblico. La preoccupazione per la maggior parte dei quali è sentito parlare di requisiti patrimoniali più elevati è che ridurrebbero i prestiti. La preoccupazione è male. Fare i prestiti, come gli altri investimenti nell'economia, dovrebbero essere guidati dalla qualità dei potenziali prestiti e dal costo economico appropriato per finanziarli. Avere le banche finanziate con maggiore equità non interferirebbe con questo processo; Piuttosto, farà funzionare meglio i mercati del credito. I banchieri

²⁴¹ È fuorviante utilizzare le dimensioni esistenti delle banche o dell'industria bancaria come base per calcolare le quantità astronomiche di nuovo patrimonio che tali requisiti presumibilmente comportano. Può darsi che l'industria o le singole banche debbano ridursi perché la loro dimensione attuale è inefficiente per la società; In questo caso, bisogna sollevare molto meno equità. Non possiamo sapere quali dimensioni dell'industria dovrebbero essere a causa delle distorsioni esistenti causate dalle sovvenzioni e dalla fragilità dannosa del sistema. Le banche hanno una notevole quantità di debiti che non fa parte del loro business e che sembra ingiustificato. Con maggiore equità, i costi di finanziamento delle banche sarebbero in linea con l'economia globale e le dimensioni delle banche e dell'industria sarebbero state determinate in un mercato meno distorto.

scelgono prestiti e altri investimenti alla luce dei propri incentivi.

Per molte delle principali banche, la concessione di prestiti è attualmente solo una piccola parte del loro business. Le riduzioni dei prestiti hanno meno a che fare con i requisiti patrimoniali, invece riflettere gli incentivi che le banche devono utilizzare i loro fondi in caso contrario. La struttura attuale dei regolamenti può effettivamente introdurre pregiudizi contro la concessione di prestiti. Ad esempio, quando i banchieri si concentrano sugli investimenti che i regolatori considerano meno rischiosi di quanto non lo siano, i prestiti aziendali possono sembrare meno attraenti di altri investimenti. Gli investimenti che i banchieri scoprono attraenti potrebbero mettere in pericolo il sistema, come accaduto in seguito alla crisi finanziaria del 2007-2009, quando le banche "innovarono" per creare titoli AAA-rated che si sono rivelati abbastanza rischiosi. Richiesto alle banche di avere più equità di assorbimento delle perdite, con requisiti che non possono essere manipolati con modelli di rischio adeguatamente progettati o con la flessibilità delle regole contabili, è probabile che rimuovano le pregiudizi e incoraggino pertanto un prestito responsabile in grado di beneficiare dell'economia. Come abbiamo visto, il fatto che le banche hanno così tanto debito distorce anche i loro incentivi, nel prestito e nell'investimento, nonché in ulteriori prestiti. Le distorsioni incentivanti sono esacerbate da garanzie e sovvenzioni di debito. Poiché i banchieri rispondono a questi incentivi, essi mettono in pericolo il sistema finanziario e il pubblico.

La situazione deve essere corretta. Adair Turner, presidente dell'Autorità dei Servizi Finanziari del Regno Unito, nel sollecitare una riforma radicale e una rivalutazione del ruolo del sistema finanziario nell'economia, ha dichiarato nel 2010: *There is no evidence that the growth in the scale and complexity of the financial system in the rich developed world over the last twenty to thirty years has driven increased growth or stability, and it is possible for financial activity to extract rents from the real economy rather than to deliver economic value.* He continued: *We need to challenge radically some of the assumptions of the last thirty years and we need to be willing to consider radical policy responses* "Non è una prova che la crescita della scala e la complessità del sistema finanziario nel mondo ricco e sviluppato negli ultimi venti o trenta anni ha determinato una crescita o una stabilità più elevata e è possibile che l'attività finanziaria estrapolga l'affitto dall'economia reale piuttosto che per offrire un valore economico". : "Dobbiamo sfidare radicalmente alcune delle ipotesi degli ultimi trent'anni e dobbiamo essere disposti a prendere in considerazione risposte

politiche radicali"²⁴².

E' importante determinare quali banche sono insolventi e di svolgerle anche se i costi immediati sembrano scoraggianti. Esperienze in Giappone e altrove hanno dimostrato che il mantenimento delle banche insolventi o "zombie" in attività è dannoso e costoso. In secondo luogo, raccomandiamo vivamente di rafforzare le banche proibendo i versamenti agli azionisti, come i dividendi o il riacquisto di azioni, finché le banche non hanno raggiunto livelli di capitale molto più elevati di quelli attualmente mantenuti. Le banche le cui azioni sono scambiate su uno scambio possono essere rafforzate ulteriormente richiedendo loro di aumentare l'equità. Questi passaggi comporterebbero solo vantaggi e costi per la società, e non interferirebbero con la capacità delle banche di fare prestiti durante la transizione. Infatti, se le banche si sono astenute dal versamento dei loro versamenti ai propri azionisti e hanno aumentato l'equità, avrebbero maggiori fondi per i prestiti.²⁴³ L'obiezione standard di questa proposta, che un divieto di versamenti o una richiesta di sollevamento di un nuovo patrimonio avrebbe reso le banche ' I prezzi delle azioni diminuiscono, non riesce a riconoscere che un tale declino sarebbe dovuto solo al fatto che, con più equità, gli azionisti della banca che beneficiano dell'inorme decisioni prese per loro conto dovrebbero anche sopportare più dei rischi di ribasso. Questo è solo correggere una situazione in cui possono contare su altri per sopportare alcuni dei rischi di ribasso. L'approccio ufficiale alla regolamentazione del patrimonio bancario, sancito nei diversi accordi di Basilea sulla cosiddetta regolazione del capitale, è insoddisfacente. Anche il recente Basilea III, che si dice essere molto più rigido del suo predecessore, consente alle banche di avere scarso equità, pari al 3% del loro totale patrimonio. Inoltre, i complessi tentativi di questa regolamentazione per completare i requisiti di equità - ad esempio basandosi su misure e pesi di rischio - sono profondamente imperfetti e creano molte distorsioni, fra le quali una pregiudizi nei confronti dei prestiti tradizionali aziendali. In definitiva, tutti i rischi devono essere sopportati da qualcuno. Alcuni rischi sono inevitabili e alcuni sono il risultato di decisioni prese da individui, aziende e governi. Il sistema finanziario può aiutare l'economia a crescere e prosperare diffondendo i rischi in modo più efficiente e facilitando il finanziamento di investimenti produttivi. Tuttavia, ciò

²⁴² Le citazioni sono da Turner (2010, rispettivamente 5 e 57). In una simile vena, Haldane et al. (2010), provocatorio intitolato "Qual è il contributo del settore finanziario: miracolo o Mirage?", Si concentra sulla necessità di adeguare le misure di performance bancarie per il rischio. Both Turner e Andrew Haldane, executive Direttore della stabilità finanziaria presso la Banca d'Inghilterra, chiede maggiori requisiti patrimoniali come elemento chiave della riforma finanziaria. Vedi anche Haldane (2012a, c).

²⁴³ Come discusso in Admati et al. (2012a), i requisiti patrimoniali specificati in termini di patrimoni patrimoniali relativi alle attività ponderati per il rischio possono portare a riduzioni inefficienti dei prestiti. Pertanto, la transizione ai requisiti patrimoniali superiori deve essere gestita dalle autorità di regolamentazione per evitare questo effetto.

richiede che la responsabilità e le responsabilità siano chiaramente assegnati e rispettati. Finora, questa condizione non è soddisfatta, e pertanto il sistema finanziario è diventato troppo pericoloso e distorto.

La correzione della distorsione non impedirebbe un'attività produttiva nell'economia e non interferirebbe con la propagazione benefica del rischio e il finanziamento degli investimenti che il sistema finanziario impegna. I banchieri sono spesso incentivati direttamente, attraverso il loro compenso, di prendere in prestito troppo e di assumere troppi rischi. In questo contesto, una preoccupazione legittima è che, se i requisiti patrimoniali più elevati impediscono ai banchieri di ingrandire i rischi dei loro investimenti attraverso la leva finanziaria associata al prelievo, potrebbero diventare più sconsiderati per raggiungere questi rendimenti ad alto rendimento. Questa preoccupazione suggerisce che è importante migliorare la governance e il controllo dei rischi nelle banche. Se le banche hanno più patrimonio netto, gli azionisti possono avere incentivi migliori per controllare il rischio. Tuttavia, poiché gli azionisti beneficiano dell'eccellenza del rischio, mentre il pubblico condivide alcuni dei rischi di ribasso, e anche perché una governance efficace degli azionisti può essere difficile, può essere desiderabile una sorveglianza supplementare, o addirittura la regolamentazione della governance e dei controlli delle banche.

I nuovi vestiti dei banchieri che abbiamo discusso finora includono comitive narrazioni che riducono i problemi e anche bugbears, avvertimenti di conseguenze non intenzionali per spaventare i politici e regolatori fuori della regolamentazione più severa. Tra le rivendicazioni che abbiamo discusso sono "I requisiti patrimoniali maggiori dovrebbero danneggiare il credito e la crescita", "Equità è costosa" e "La nostra posizione competitiva sui mercati globali sarà danneggiata". Come abbiamo visto, per quanto riguarda almeno i requisiti patrimoniali e Spesso ad altre riforme politiche proposte, queste affermazioni sono tutte invalide. Un'altra bugbear consiste nell'avvertimento che una regolamentazione più severa potrebbe causare le attività finanziarie a passare dalle banche regolamentate al cosiddetto settore bancario ombra, dove vi è una minore regolamentazione e forse nessuna regolamentazione.²⁴⁴

Un esempio tipico è fondi comuni di mercato monetario, discusse in parecchi precedenti I

²⁴⁴ Ad esempio, Kashyap et al. (2010) avvertono che l'aumento dei requisiti patrimoniali comporterà una migrazione del rischio dal sistema regolamentato e aumenterà la fragilità complessiva. Patrick Jenkins ed altri, in "Nuove forze emergono dalle ombre" (Financial Times, 10 aprile 2012), citano i CEO della banca avvertendo che una regolamentazione più severa porterà l'attività al sistema bancario ombra. Piuttosto, il sistema è stato sviluppato principalmente per eludere la regolamentazione e l'accumulo di fragilità in questo sistema riflette incentivi distorti e una razza di mutui che sono inefficienti.

capitoli.²⁴⁵ L'argomento secondo cui non dovremmo avere regolamenti perché le banche o altre istituzioni finanziarie potrebbero eludere la regolamentazione è un po' perversa. Trasforma la mancata applicazione della regolamentazione in un argomento contro la regolamentazione affatto. Per vedere la fallacia, immaginate un suggerimento che non dovremmo bandire la rapina perché, con la polizia che pattuglia su strade ben illuminate, i ladri sarebbero andati a tornare vicoli dove sarebbero ancora più difficili da controllare. Per quanto riguarda la rapina e altri reati di violenza, non accettiamo tali argomenti; Invece chiediamo alla polizia di pattugliare i vicoli posteriori e le strade ben illuminate. I film come *l'alta mezzogiorno* ci ricordano come l'illegalità tirannica la società. L'applicazione efficace della legge può richiedere coraggio e energia, ma migliora la vita delle persone. Allo stesso modo, non rinunceremo a raccogliere le tasse solo perché molti cercano di sfruttare le lacune fiscali. Come l'applicazione della legge e la riscossione delle tasse, la regolamentazione delle banche e di altre istituzioni finanziarie è essenziale per la società e la regolamentazione efficace è una sfida che dobbiamo affrontare. Infatti, il bugbear che avverte che le attività finanziarie rischiose si muoveranno in parti non regolamentate del sistema è errato in termini di perché il banking ombra è stato un problema. La ragione non è stata una regolamentazione eccessiva, l'incapacità dei regolatori e delle autorità di vigilanza di applicare la regolamentazione come necessario, o la mancanza di strumenti a loro disposizione. Piuttosto la fonte del problema è che i regolatori e le autorità di vigilanza non hanno voluto applicare gli strumenti che hanno avuto e per applicare efficacemente le normative. I regolatori e le autorità di vigilanza, almeno in Europa e negli Stati Uniti, hanno sempre avuto l'autorità di regolamentare e controllare le istituzioni di deposito per mantenere la sicurezza del sistema finanziario.

Tuttavia, essi hanno permesso a tali istituzioni di sponsorizzare e garantire i debiti di

²⁴⁵ Per una panoramica del sistema bancario ombra, che comprende fondi hedge, veicoli speciali e altre entità, si veda Poszar et al. (2010), Acharya et al. (2010, parte III) e FCIC (2011, capitolo 2) e FSB (2012). Negli anni '70 sono stati sviluppati fondi comuni di mercato monetario al fine di aggirare la regolamentazione delle banche commerciali e delle banche di risparmio. Questi fondi sono regolati dalla SEC, il che significa che sono molto leggermente regolamentati rispetto alle banche e operano con poche limitazioni. La preoccupazione per l'ombra bancaria e il cosiddetto arbitraggio normativo possono essere ricondotti alla creazione di fondi del mercato monetario. Da quel momento, i regolatori hanno temuto che la regolamentazione delle banche potrebbe portare allo spostamento di Admati regolarmente, Anat e Martin Hellwig. *The New Clothes Bankers*, Princeton University Press, 2013. ProQuest Ebook Central, <http://ebookcentral.proquest.com/lib/fordham-ebooks/detail.action?docID=1084823>. Creato da fordham-ebooks il 2017-06-09 02:41:23. Copyright © 2013. Princeton University Press. Tutti i diritti riservati. 336 NOTE A PAGINE 226-228 banche con nuove istituzioni non regolamentate. Il problema dell'applicazione è particolarmente impegnativo negli Stati Uniti perché il sistema regolatore è estremamente frammentato. Sotto la legge Dodd-Frank, il Consiglio di vigilanza sulla stabilità finanziaria è autorizzato a fornire "un controllo completo per garantire la stabilità" del sistema finanziario statunitense, con l'idea di chiudere le lacune regolamentari (cfr. <Http://www.treasury.gov/Iniziative/fsoc/Pages/default.aspx>, accessibile il 22 ottobre 2012).

molte entità del sistema bancario ombra, fornendo impegni sostanziali e "supporti di liquidità". Queste azioni hanno contribuito notevolmente all'aumento dei rischi prima della crisi finanziaria del 2007-2009. La Commissione di indagini sulla crisi finanziaria ha concluso che "i difformi fallimenti nella regolamentazione e nella vigilanza finanziaria si sono rivelati devastanti per la stabilità dei mercati finanziari della nazione. Le sentinelle non erano nei loro posti ".²⁴⁶ Infatti, alcune delle più pericolose istituzioni bancarie ombra che avevano un impatto nocivo sul sistema finanziario nel 2007 e nel 2008, le entità che detenevano e rilasciarono titoli correlati a mutui, erano affiliati alle attività regolamentate Banche.²⁴⁷ Queste affiliazioni significarono che le banche regolamentate stavano assumendo rischi sostanziali, che avrebbero dovuto disattivare allarmi per i regolatori e le autorità di vigilanza. Le autorità di vigilanza avrebbero dovuto trattare alcuni dei rischi delle banche come inaccettabili e avrebbero potuto intervenire. Al contrario, i regolatori e le autorità di vigilanza erano in piedi.²⁴⁸ Il bugbear che non dovremmo regolare perché non possiamo applicare la regolamentazione è un altro articolo dei nuovi vestiti dei banchieri. Piuttosto che lanciare le nostre mani, dovremmo assumerci la sfida di un'efficace regolamentazione e di applicazione. I pali sono alti.

Il bugbear della *shadow banking* trasforma il fallimento della precedente regolamentazione e dell'applicazione in un argomento contro una regolamentazione benefica. Poiché la regolamentazione è essenziale, l'attenzione deve essere quella di rendere l'applicazione più semplice e più efficace. Alcune leggi e regolamenti, tuttavia, sono controproducenti e rendono l'esecuzione più impegnativa, perché in realtà danno alle banche più incentivi a prendere in prestito eccessivamente. Ad esempio, i codici fiscali in molti paesi permettono alle imprese di dedurre i pagamenti di interessi sul debito come spesa. Questo trattamento crea una penalità fiscale per finanziamenti con equità e incoraggia più prestiti. Penalizzare l'uso dell'equità e incoraggiare un ulteriore finanziamento del debito è particolarmente perverso come applicato alle banche, perché il loro eccessivo prestito

²⁴⁶ FCIC (2011, xviii). Vedi anche Tett (2009), McLean e Nocera (2010), Morgenson e Rosner (2011), e in particolare Dunbar (2011) e Barth et al. (2012). Thiemann (2012) discute la politica sottesa alla passività delle autorità di vigilanza in diversi paesi.

²⁴⁷ Vedi Hellwig (2009), FCIC (2011, capitolo 10) e Acharya et al. (imminente). A volte le affiliazioni erano indirette - per esempio, fondi del mercato monetario che detenevano SIV, che dovevano essere sostenuti da grandi banche, come descritto dall'FCIC (2011, capitolo 13). Vedi anche Jonathan Weil, "Citigroup SIV Accounting sembra difficile da difendere", Bloomberg, 24 ottobre 2007. Ang et al. (2011) mostrano che la leva finanziaria dei fondi hedge indipendenti durante la crisi è stata bassa rispetto a quella di altre entità del sistema bancario in ombra affidata a banche regolamentate.

²⁴⁸ Vedere i riferimenti nelle due note precedenti. Le autorità di vigilanza potrebbero avere invocato regole che vietano alle banche di assumere grandi rischi con un unico partner al fine di limitare le garanzie che le banche danno ai loro SIV. Alla fine avrebbero limitato drasticamente i finanziamenti per questi veicoli.

danneggia il sistema finanziario aumentando la sua fragilità. Paradossalmente i codici fiscali sovvenzionano l'indebitamento, ma la regolazione del capitale tenta di ridurlo. È come se offriamo incentivi fiscali che incoraggino una guida sconveniente o un'inquinamento, contemporaneamente promulgando leggi che vietano questi comportamenti. Dare alle banche incentivi fiscali per prendere in prestito è cattiva politica pubblica.

Altre leggi consentono anche alle banche di prendere in prestito troppo. Ad esempio, molti contratti di debito a breve termine utilizzati nel sistema finanziario sono esenti da normali procedure di fallimento. Il regolamento sarebbe più facile da applicare se fosse supportato da politiche che consentano agli investitori e ai supervisori di monitorare e controllare meglio il rischio da parte dei banchieri. Rendere più trasparenti i mercati dei derivati, ad esempio forzando molti di loro negli scambi pubblici, renderebbe più difficile per i banchieri nascondere i rischi che stanno prendendo. È importante anche il governo societario efficace. Se i gestori delle banche non possono essere controllati dai loro consiglieri e dagli azionisti, il loro comportamento può essere particolarmente pericoloso. Le leggi e le regolamentazioni che promuovono la responsabilità aziendale responsabile possono contribuire a ridurre il conflitto tra coloro che fanno decisioni all'interno di istituzioni finanziarie e altre nell'economia che potrebbero essere danneggiate ma non hanno alcun controllo.

Una volta individuati i problemi del sistema finanziario, si può fare molto per creare un sistema migliore che supporti l'economia senza sottoporli a tutti i rischi eccessivi. Ciò richiederà le leggi e le regolamentazioni appropriate, nonché l'applicazione efficace. Nonostante l'enorme danno della crisi finanziaria del 2007-2009, è stato ostacolato l'effetto di riformare il sistema finanziario. La ragione principale è stata politica. Quelli che preferiscono lo status quo hanno dominato il dibattito, mentre quelli che sostengono una riforma efficace non sono stati così riusciti.²⁴⁹ I politici preferiscono trascurare o dimenticare i rischi che il sistema finanziario impone al pubblico. Può credere erroneamente che questi rischi sono inevitabili. Oppure permettono di interferire altre considerazioni, come i contributi della campagna o il desiderio delle banche di effettuare determinati investimenti. Le affermazioni flessibili e non valide che abbiamo chiamato i nuovi vestiti dei banchieri contribuiscono al problema creando confusione e fornendo razionalizzazioni a coloro che si oppongono alla riforma e alla regolamentazione. Quando i politici preferiscono ignorare i rischi da banche, i regolatori e le autorità di vigilanza potrebbero anche desiderare di evitare le banche

²⁴⁹ . See Chapter 12.

impegnative. Quindi è più facile o più conveniente, o possono sentirsi pressati politicamente, per esempio, perché il Congresso potrebbe minacciare di ridurre i propri bilanci.²⁵⁰ Nell'attuale sistema a porta girevole i singoli problemi di carriera potrebbero anche svolgere un ruolo. Con tanti fattori che contribuiscono all'incapacità o alla mancanza di volontà dei regolatori e delle autorità di vigilanza per imporre una maggiore responsabilità e imporre la regolamentazione dell'industria finanziaria, viene dimenticato l'interesse del pubblico ad avere un sistema finanziario sicuro e stabile.²⁵¹ Quando le persone hanno la possibilità di vedere la realtà dell'applicazione da vicino, a volte reagiscono fortemente. Nell'estate del 2012, dopo un processo in cui la SEC ha presentato delle accuse di frode legate alla crisi contro un banchiere di medie dimensioni, la giuria ha ritenuto abbastanza forte per prendere il passo insolito di allegare una nota al loro verdetto. Nella nota i giurati hanno sollecitato la SEC a *to "continue to investigate the financial industry and modify existing regulations as necessary."* *The jury foreman said that "the industry seemed completely out of control with no oversight," adding that "Wall Street actions hurt all of us and we badly need a watchdog who will rein them in."* "continuare a investigare l'industria finanziaria e modificare le norme esistenti, se necessario". Il direttore della giuria ha dichiarato che "l'industria sembrava completamente fuori controllo senza alcuna supervisione", aggiungendo che "le azioni di Wall Street fanno male Tutti noi e abbiamo molto bisogno di un cane da guardia che li farà frenare."²⁵² Possiamo avere un sistema finanziario che funziona molto meglio per l'economia che l'attuale sistema - senza sacrificare niente. Ma conseguire questo richiede che i politici e le autorità di regolamentazione si concentrino sull'interesse pubblico e svolgano le misure necessarie. L'ingrediente critico, ancora mancante, è la volontà politica.

La Commissione cercherà di conseguire i seguenti tre obiettivi: migliorare l'accesso al finanziamento di tutte le imprese in tutta Europa (in particolare le piccole e medie imprese (PMI)) e di progetti d'investimento come l'infrastruttura; Aumentare e diversificare il finanziamento dell'economia e ridurre i costi di raccolta del capitale e rendere i mercati più efficienti ed efficienti.

Al riguardo, il Libro verde elenca cinque principi fondamentali che CMU dovrebbe basarsi: dovrebbe: massimizzare i benefici dei mercati dei capitali per l'economia, i posti di

²⁵⁰ O potrebbero essere direttamente sotto gli ordini del governo, come avviene in molti paesi europei.

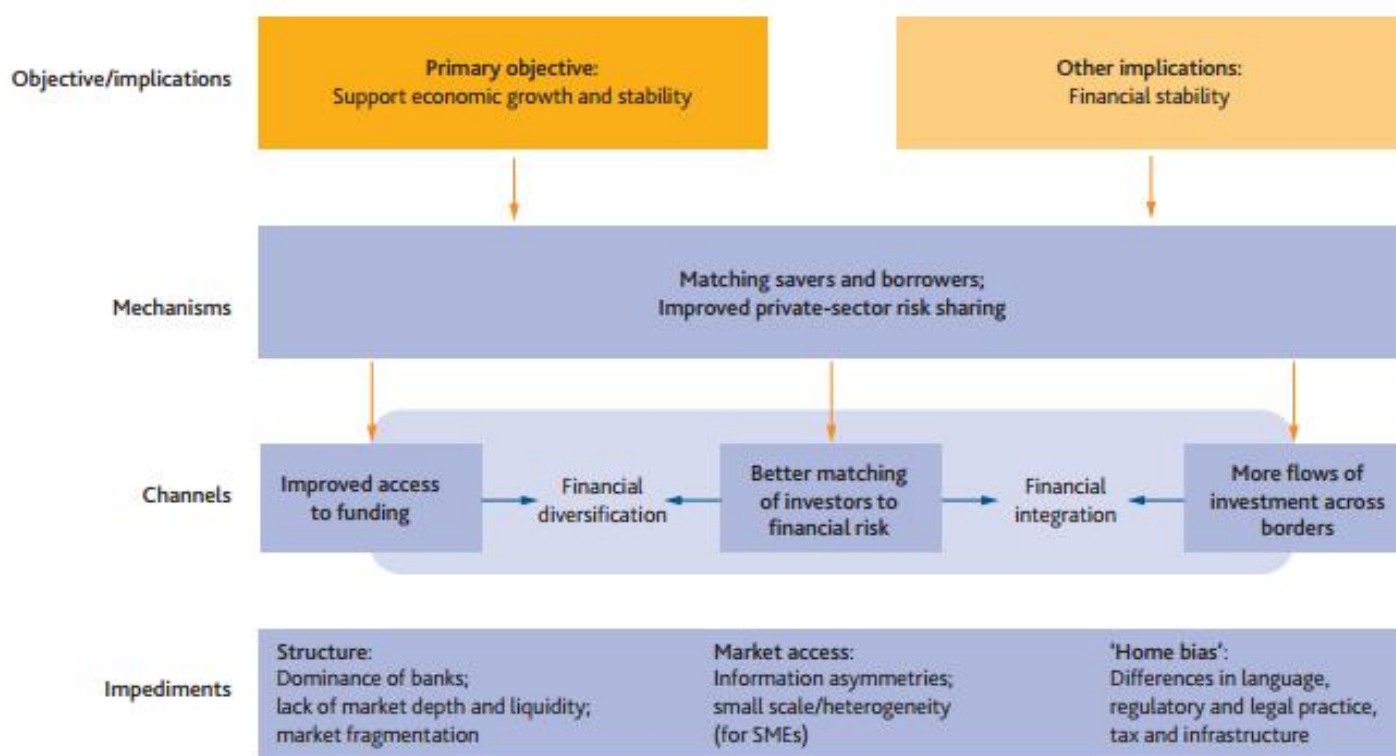
²⁵¹ In questo contesto è importante trovare i modi per migliorare gli incentivi dei supervisori e delle autorità di regolamentazione e combattere gli effetti della cattura regolamentare. Kane (2012a, 2012c) e Barth et al. (2012) propongono alcuni approcci utili.

²⁵² Peter Lattman, "A Jury's Message for Wall Street", New York Times, 4 agosto 2012. Il responsabile è stato trovato non colpevole, ma la difesa e i giurati si sono domandati perché gli ufficiali di alto livello non sono stati addebitati.

lavoro e la crescita; Creare un mercato unico per il capitale per tutti i 28 Stati membri, eliminando gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri all'interno dell'UE e promuovendo connessioni più forti con i mercati dei capitali globali; Essere costruiti su fondamentali di stabilità finanziaria; Garantire un livello efficace di protezione dei consumatori e degli investitori; E contribuire ad attirare investimenti provenienti da tutto il mondo e aumentare la competitività dell'UE.

Un punto di partenza naturale per valutare la CMU è quello di articolare i meccanismi e canali chiave per cui i mercati dei capitali più diversificati e integrati in Europa possono aumentare e stabilizzare la crescita. La figura 1 offre una visione stilizzata di questi meccanismi e canali; sono inoltre evidenziati gli impedimenti che la CMU proverà ad eliminare.

Un meccanismo è quello di migliorare l'efficienza con cui risparmiano risparmiatori e mutuatari; Ciò contribuisce alla cosiddetta "efficienza allocativa", sostenendo in tal modo la crescita economica. Un altro meccanismo è quello di migliorare la condivisione dei rischi tra i risparmiatori finali nell'economia, vale a dire le famiglie. Ciò contribuisce a ridurre la volatilità dei redditi e dei consumi e, quindi, favorisce innanzitutto la stabilità economica. Questi meccanismi sono correlati e funzionano attraverso tre canali chiave: un migliore accesso ai finanziamenti da parte dei mutuatari; Una migliore corrispondenza degli investitori con il rischio finanziario; E più flussi di investimenti oltre i confini. In combinazione, questi sono i canali attraverso i quali la diversificazione finanziaria e l'integrazione finanziaria possono migliorare la crescita economica e la stabilità.



Source: Bank of England.

La diversificazione finanziaria, in linea di massima, riguarda la gamma delle istituzioni e dei mercati che caratterizzano il sistema finanziario dell'economia e se è sufficiente per il credito intermedio all'economia reale in modo efficiente. Come mostrato nella figura 1, questo ha due componenti principali: i canali di credito in atto per garantire che quei potenziali mutuatari con opportunità produttive abbiano accesso ai finanziamenti di cui hanno bisogno; E, di conseguenza, i mezzi strutturali attraverso i quali il rischio finanziario risultante è adeguato alle preferenze di rischio di una serie diversificata di investitori. L'integrazione finanziaria, nel frattempo, è strettamente legata alla diversificazione finanziaria, ma con particolare attenzione al grado di diffusione dei rischi in tutte le economie, in particolare nel contesto del flusso transfrontaliero (1) grazie all'aumento della diversità finanziaria nel sistema finanziario e all'integrazione finanziaria più profonda, vantaggi della CMU - migliorare la corrispondenza tra risparmiatori e mutuatari e migliorare la condivisione dei rischi a livello transfrontaliero del settore privato.

In pratica, ci possono essere impedimenti materiali per raggiungere il grado di diversificazione finanziaria e integrazione coerente con la realizzazione di questi vantaggi. La figura 1 fornisce alcuni esempi generici di tali impedimenti, che sono stati classificati in tre

gruppi. La "Struttura" si riferisce a caratteristiche più fondamentali del sistema finanziario - come il dominio dei prestiti bancari, la mancanza di profondità e liquidità del mercato e la frammentazione dei mercati. "Accesso al mercato" si riferisce a fattori che prevedono che i potenziali beneficiari di accesso ai finanziamenti, ad esempio perché sono troppo piccoli per attirare l'interesse degli investitori o che i costi per gli investitori di ottenere informazioni adeguate per valutare il rischio sono troppo alti. Nel frattempo, la "bias domestica" riassume la misura in cui gli investitori tendono a mostrare una propensione ai beni nazionali in sovrappeso nei loro portafogli di investimenti e sottopeso delle attività estere - si pensa che questo sia influenzato da fattori quali maggiori costi delle transazioni transfrontaliere, difficoltà Diffondere informazioni e barriere normative, legali e culturali.

Importante, qualsiasi configurazione del sistema finanziario avrà implicazioni per la stabilità finanziaria e questi possono essere positivi o negativi. È pertanto importante che gli sforzi per stimolare e stabilizzare la crescita economica siano sviluppati senza generare rischi di stabilità finanziaria indebita, in caso contrario il sistema potrebbe essere più vulnerabile alle crisi e la crescita può effettivamente essere disattivata (2). Rivolti altrove - ad esempio dal Consiglio di stabilità finanziaria (3) e dall'UE dal Consiglio europeo del rischio sistemico.²⁵³ Detto questo, le proposte di riforma della CMU potrebbero avere ulteriori implicazioni per la stabilità finanziaria, in gran parte attraverso gli sforzi verso una migliore condivisione dei rischi del settore privato.

Finanziamenti privati. Le forme private di finanziamento forniscono un'alternativa alle piattaforme pubbliche e possono assumere varie forme²⁵⁴. I posizionamenti privati, ad esempio, consentono ai canali di finanziare direttamente da investitori non bancari, come gli assicuratori e i fondi pensione, a società prevalentemente di medie dimensioni. All'interno dell'Europa, solo la Germania e - più recentemente - la Francia ospita attualmente settori di collocamento privato che operano in dimensioni significative. Questi sono ancora notevolmente inferiori all'equivalente

Mercato statunitense, che molte aziende europee attualmente accedono, anche se questo comporta un rischio di cambio in dollari USA (che, naturalmente, può essere coperto). Di fronte a ciò, questo sembrerebbe un'area evidente da sviluppare, in particolare nell'unione monetaria, evidenziando i potenziali vantaggi dell'integrazione finanziaria rafforzata. A tal fine, un certo numero di organismi commerciali è in corso per sviluppare un mercato

²⁵³ Crockett (2000), Knight (2006), and Borio (2003 and 2009)

²⁵⁴ COMMISSIONE EUROPEA, Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM (2015) 468 final, Bruxelles, ottobre 2015, p. 6.

paneuropeo di collocamento privato, con iniziative che prevedono la creazione di una guida alle migliori prassi e per facilitare l'emergere di pratiche comuni di mercato, principi e documentazione standardizzata e Per individuare barriere all'ingresso per nuovi emittenti e investitori in questo mercato²⁵⁵.

La rottura del ciclo di feedback bancario sovrano è uno degli obiettivi dell'Unione bancaria. A seconda della natura delle sue riforme, la CMU potrebbe potenzialmente contribuire a mitigare altri elementi importanti di questo ciclo di risposte negative - distribuendo le perdite più uniformemente e migliorando l'accesso al credito in tempi di stress - entrambi avrebbero contribuito ad attenuare l'impatto degli shock, lasciando i bilanci delle banche e dei sovrani in una posizione più sana. Questo illustra come la condivisione dei rischi nel settore privato possa contribuire alla stabilità finanziaria e alla stabilità economica. D'altra parte, nella misura in cui la CMU aumenta le partecipazioni transfrontaliere di attività finanziarie e che esiste il flusso di capitali in una crisi, esiste un rischio che la CMU possa aumentare i rischi per la stabilità finanziaria. Questa sezione esamina come i canali di mercato del capitale e del credito di condivisione dei rischi operavano durante la recente crisi per valutare come CMU potrebbe contribuire al miglioramento della stabilità finanziaria.

Ha spiegato come CMU possa sostenere la crescita economica e la stabilità. Ha mostrato come una migliore corrispondenza tra risparmiatori e mutuatari porta ad una maggiore efficienza allocativa e quindi favorisce la crescita economica. Ha inoltre illustrato come aumentare la condivisione del rischio del settore privato potrebbe portare ad una minore volatilità dei redditi e dei consumi, sostenendo così la stabilità economica. I canali chiave con cui questo accade è migliorare l'accesso ai finanziamenti da parte dei mutuatari, una migliore corrispondenza degli investitori con il rischio finanziario e più flussi di investimenti oltre i confini. In combinazione questi sono i canali attraverso i quali la diversificazione finanziaria e l'integrazione prevista dalla CMU possono contribuire a sostenere la crescita economica e la stabilità. Un migliore confronto tra risparmiatori e mutuatari richiederà un cambiamento nella struttura del sistema finanziario dell'UE. Attualmente, le banche dominano il sistema finanziario dell'UE, mentre la portata della finanza basata sul mercato nell'UE è molto più piccola, soprattutto rispetto agli Stati Uniti. La struttura finanziaria statunitense si è sviluppata in parte a causa delle restrizioni alle banche - tra cui la legge Glass-Steagall, il regolamento Q e le restrizioni statali - e una questione fondamentale è quindi in che misura le iniziative di

²⁵⁵ See ICMA Press release, 'Trade bodies join forces to promote EU private placement market' (12 June 2014). According to ICMA, in 2013 European companies raised around US\$15.3 billion in the US market, almost a third of its annual US\$50 billion issuance.

CMU possono (o potrebbero voler) conseguire risultati simili attraverso Diversi mezzi.

La migliore condivisione dei rischi nel settore privato richiederà un aumento degli investimenti transfrontalieri in modo da ridurre la correlazione tra i redditi nazionali e il consumo. La volatilità del consumo è salito fortemente durante la crisi. E gli studi empirici passati suggeriscono che la condivisione dei rischi nel settore privato nell'area dell'euro e nell'UE è stata generalmente meno efficace che nei paesi con una struttura federale. Entrambi indicano che esistono potenziali benefici per la condivisione del rischio da sfruttare attraverso CMU.

Riflettendo su questa analisi, il documento evidenzia due grandi aree di riforma:

Portare i mutuatari sul mercato. Ciò significa essenzialmente stabilire meccanismi che consentano alle famiglie e alle imprese di accedere al finanziamento da strutture di mercato. A livello generale, ci sono due potenziali dimensioni: forme dirette di finanziamenti basati sul mercato, quali titoli azionari e obbligazioni societarie, in cui le banche non forniscono il finanziamento esteso ai mutuatari; E forme indirette in cui le banche e i mercati agiscono insieme. Le forme dirette di finanziamento potrebbero essere aiutate attraverso il sostegno a piattaforme pubbliche destinate alle piccole imprese e ai finanziamenti privati per le medie imprese. Le forme indirette di finanziamento potrebbero essere sostenute attraverso misure come quelle già previste dalla Banca d'Inghilterra e dalla BCE per rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni. Ma vale anche la pena esplorare se ci sono altri modi in cui le competenze del settore bancario potrebbero essere sfruttate mentre condividono i rischi con il settore non bancario. Più in generale, è necessaria una ricerca per capire perché, sebbene la leva delle imprese dell'UE e degli Stati Uniti sia sostanzialmente simile, quelli dell'Unione europea hanno quote meno equitare e più prestiti bancari. Portare gli investitori sul mercato. Se altri mutuatari devono venire sul mercato, allora dovranno essere messi a disposizione più risorse. Portare gli investitori sul mercato ha due dimensioni fondamentali: dirigere più risparmio di famiglie e società nei confronti di veicoli che investiranno attraverso i mercati dei capitali e incoraggiare più investitori ad attribuire capitale nei mercati europei nel loro complesso. Nel caso di sviluppo di veicoli d'investimento, una considerazione importante dovrebbe essere la diversità della base degli investitori, che dovrebbe includere diversi profili di finanziamento, orizzonti di negoziazione e preferenze di rischio se si deve minimizzare il rischio di essiccamento della liquidità. Per quanto riguarda gli investimenti transfrontalieri, un fattore influente è la misura in cui gli investitori presentano pregiudizi per la casa. Le riforme dovrebbero quindi concentrarsi sulla riduzione dei costi di transazione, alla standardizzazione dei prodotti d'investimento e ai parametri di riferimento e ad accordi post-commercio efficaci.

Lso ha spiegato che anche se la motivazione primaria per la CMU è di sostenere la crescita economica e la stabilità, probabilmente avrà implicazioni anche per la stabilità finanziaria. Ha illustrato come i vantaggi derivanti dalla migliore corrispondenza tra risparmiatori e mutuatari e la condivisione dei rischi nel settore privato potrebbero rendere l'economia e il sistema finanziario dell'UE più stabili, ma che esiste un rischio di fuga del capitale dalle economie nazionali in condizioni stressate. L'esperienza proveniente dalla crisi suggerisce che le attività a reddito fisso che coprono i prestiti e le obbligazioni si sono rivelate vulnerabili al rischio di ridenominazione e al flusso di capitali. Altri beni, in particolare azioni, si sono dimostrati meno vulnerabili a questo rischio, come si potrebbe prevedere in quanto si tratta di una richiesta di asset reale e non nominale. Ciò suggerisce che la progettazione complessiva della CMU debba essere valutata per le sue implicazioni per la stabilità finanziaria alla luce dell'esperienza recente.

In sintesi, ci sono un certo numero di percorsi lungo il quale i risparmi possono essere trasferiti ai mutuatari. Lo scambio di fondi, in particolare dai risparmiatori al dettaglio, lontano dalle banche e verso i mutui e altri fondi di investimento e strumenti di capitale, migliorerebbe le possibilità che l'UE possa trarre vantaggio dai mercati dei capitali. Nel gergo economico questi vantaggi includono un'efficienza allocativa e una maggiore condivisione dei rischi nel settore privato. Ma per portare a termine questi vantaggi sarà necessaria una serie di riforme. Questi sono probabili includere l'obiettivo sia degli investitori che dei mutuatari, in cui le riforme in queste aree probabilmente si rafforzano reciprocamente. Questo documento ha fornito una panoramica di alcune delle questioni relative a una CMU europea, ma è chiaramente molto più da fare per comprendere gli ostacoli, eliminare le opzioni, colmare le lacune dei dati e valutare le priorità.

Le agenzie di credito private gestiscono informazioni su base volontaria, mentre i CCR gestiti da banche centrali o regolatori raccolgono dati su una base obbligatoria da imprese regolamentate. Le leggi esistenti in materia di protezione dei dati in alcuni Stati membri dell'UE potrebbero ostacolare la disponibilità di tali informazioni agli investitori, con dati più sensibili in genere associati a requisiti di accesso più restrittivi. Inoltre, i CCR si prefiggono principalmente di rendere disponibili le informazioni alle banche centrali, ai regolatori e alle entità reporting; In tal modo la disponibilità di dati pubblici può essere limitata. Inoltre, i dati di prestito individuale del mutuatario sono di solito la proprietà intellettuale dell'istituto finanziario che ha originato i prestiti e - a meno che la loro prestazione prevista sia superiore ai costi sostenuti del rapporto - le imprese possono avere un interesse commerciale per non divulgare informazioni dettagliate. Le barriere per rendere disponibili i dati sono pertanto

considerevoli. Nel Regno Unito, le modifiche alla legislazione nazionale dovevano essere molto adattate per riflettere le attuali disposizioni istituzionali e giuridiche, suggerendo che la creazione di un approccio comune a livello UE sarebbe difficile. Ciò suggerisce che un approccio non legislativo sarebbe più appropriato.

In ogni caso, definizioni coerenti in tutti i regimi sono importanti poiché consentono l'utilizzo transfrontaliero di dati di credito, forniscono un quadro coerente per gli investitori e le agenzie per confrontare le opzioni di investimento e valutare il merito creditizio e consentire al mercato in generale di valutare strumenti rilevanti e di comprendere i rischi nei loro modelli di pricing. L'introduzione di una norma minima a livello comunitario in materia di informazioni sul credito sarebbe un buon modo per migliorare la disponibilità di tali dati in tutta Europa.

Negli Stati Uniti c'è un mercato di collocamento privato ben funzionante e sviluppato, spesso usato dalle imprese di medie dimensioni. Ci sono due barriere principali per lo sviluppo di un mercato europeo di collocamento privato. Si tratta di una mancanza di processi e documentazione standardizzati e di mancanza di informazioni sul merito creditizio degli emittenti. Ciò rende costoso la valutazione della dovuta diligenza e del rischio di credito, impedendo agli investitori più piccoli di partecipare al mercato privato di collocamento. La mancanza di informazioni standardizzate sulle transazioni potenziali rende anche le transazioni transfrontaliere più impegnative e quindi riduce la liquidità del mercato.

Per quanto riguarda la mancanza di informazioni sul merito creditizio degli emittenti, l'industria potrebbe desiderare di prendere in considerazione la creazione di un database di transazioni di collocamento privato UE pan-UE. Tale banca dati potrebbe contenere informazioni sulle transazioni (data, importo, covenants) e emittenti (simili alle informazioni sui registri di credito delle PMI e sui registri delle imprese). Queste informazioni consentirebbero una migliore valutazione e modellazione dei rischi di credito e analisi comparativa di nuove transazioni nei confronti delle problematiche esistenti. Se utilizzati da istituzioni regolamentate, sarà necessaria una sorveglianza di vigilanza per assicurarsi che i dati siano utilizzati in modo appropriato.

È stato sostenuto che una mancanza di alfabetizzazione finanziaria può agire come una barriera al risparmio e che la mancanza di capacità finanziarie può comportare che le persone non programmino in anticipo o capiscono come i prodotti finanziari possono contribuire a raggiungere i risparmi²⁵⁶. Ne consegue che gli individui sono solo in grado di risparmiare di

²⁵⁶ See 'Financial Education, Savings and Investments', OECD (2012).

più nelle pensioni se capiscono che i loro comportamenti attuali possono portare a redditi di pensionamento deludenti. Mentre molti Stati membri dell'UE²⁵⁷ Hanno iniziato a fornire dichiarazioni annuali per i diritti pensionistici statali, non esiste una dichiarazione che copre tutte le fonti di reddito da pensione ²⁵⁸. Sarebbe quindi utile considerare come questa carenza possa essere affrontata.

I regimi pensionistici privati possono essere obbligatori o volontari. Quando i regimi pensionistici sono volontari, gli individui possono essere deterriti dalla necessità di bloccare i loro risparmi da decenni. In passato, i responsabili politici hanno cercato di contrastare ciò utilizzando incentivi fiscali. Ma è stato sostenuto che questo è inefficiente e non efficace quando viene introdotto in isolamento, vale a dire che vanno esplorate le vie per incoraggiare ulteriori risparmi pensionistici²⁵⁹. In alcuni paesi con pensioni professionali o individuali volontarie, l'interesse per le misure comportamentali è aumentato nel corso dell'ultimo decennio, compresa l'introduzione dell'autorizzazione automatica nei regimi pensionistici basati sul lavoro. Questo è stato visto negli Stati Uniti, Nuova Zelanda e, più recentemente, nel Regno Unito.

Ci sono evidenze emergenti che tali misure comportamentali potrebbero essere efficaci nel mutare i risultati del piano di risparmio, spesso a costi molto inferiori agli incentivi finanziari. Le misure possono includere l'iscrizione automatica, la semplificazione, gli aiuti alla pianificazione, i promemoria e le funzioni di impegno²⁶⁰. Dovrebbero essere considerati anche i contributi corrispondenti, come alternativa neutrale al bilancio degli incentivi fiscali, con il contributo dei datori di lavoro nel caso delle pensioni basate sul lavoro o dallo Stato nel caso di singoli conti di risparmio. A differenza dell'esenzione fiscale, generalmente offerta sulla aliquota fiscale marginale, ciò non avrebbe beneficiato in modo sproporzionato di quelli sui redditi più elevati e potrebbe incoraggiare in particolare i redditi inferiori a quelli medi per risparmiare di più per il pensionamento²⁶¹.

Considerati insieme, riteniamo che queste misure - che riguardano l'alfabetizzazione finanziaria, le misure comportamentali, la trasparenza e la flessibilità - siano probabilmente

²⁵⁷ Including the United Kingdom and Sweden.

²⁵⁸ See Antolín and Harrison (2012) and 'Improving pension information and communication: OECD survey and lessons learnt' (2013).

²⁵⁹ See 'Privately-managed funded pension provision and their contribution to adequate and sustainable pensions' (2008) and OECD's project on fiscal incentives and retirement savings.

²⁶⁰ See Madrian (2012), Hardcastle (2012) and Chetty et al (2013).

²⁶¹ See 'Keep on nudging - Making the most of auto-enrolment' (2011) and Madrian (2012). For example, the German Riester pension, introduced in 2002, is a voluntary defined contribution private pension with limited contribution matching and appears to have been successful in generating additional pension savings. See Börsch-Supan et al (2012).

più efficaci nell'affrontare le sfide sottostanti nel risparmio pensionistico che devono affrontare diversi Stati membri dell'UE (e quindi sostenere la CMU) rispetto all'introduzione di un prodotto pensionistico standardizzato in tutta l'UE. Mentre questi ultimi potrebbero contribuire a ridurre - a margine - ostacoli alla libera circolazione dei lavoratori in tutta l'UE, è improbabile che un prodotto pensionistico standardizzato dell'UE sarebbe attraente per la maggioranza dei risparmiatori e, di conseguenza, avrebbe poco vantaggio alla CMU. Inoltre, i fornitori di pensioni possono essere dissuasi dal fornire un prodotto pensionistico standardizzato per il numero di differenti regimi fiscali, occupazionali e giuridici che il prodotto sarebbe soggetto a diversi Stati membri dell'UE.

Come indicato nel Libro verde della Commissione europea, il finanziamento delle imprese europee rimane fortemente dipendente dal sistema bancario e un obiettivo intermedio di CMU sarà quello di promuovere un passaggio verso forme eliche di finanziamenti basati sul mercato. Ma la finanza basata sul mercato non dovrebbe essere considerata semplicemente come un sostituto per la finanza bancaria. Infatti, la finanza basata sul mercato si basa su alcuni ruoli chiave che il sistema bancario attualmente impegna, che sarà difficile da sostituire, almeno nel breve periodo. Di conseguenza, bisogna distinguere tra le banche come ultimo fornitore di credito e il ruolo delle banche sia come originatori e distributori di credito, sia come agenti (partecipanti) nei mercati dei capitali. Perché la CMU abbia successo, sarà necessario sfruttare le competenze del settore bancario per sostenere finanziamenti basati sul mercato attraverso questi ruoli. La Commissione europea dovrebbe assicurare che il ruolo delle banche sia considerato come iniziative politiche.

Le banche hanno in genere un vantaggio rispetto agli altri intermediari finanziari nell'origine del credito a causa della loro infrastruttura di origine prestata sviluppata e delle informazioni proprietarie derivate dalla loro eredità di vasta attività bancaria. In quanto tale, almeno a medio termine, è improbabile che le banche saranno sostituite in modo significativo come i principali originatori del credito a determinate parti dell'economia. Queste includono infrastrutture e altre finanze di progetto, dove ci sono economie di scala in forme più specializzate di valutazione del credito e prestiti alle PMI, in cui le relazioni locali e la fornitura di una più ampia gamma di servizi bancari sono importanti. Questo è di particolare importanza nell'UE, dove le PMI costituiscono una parte significativa del settore delle imprese.

Come già accennato, migliorare la disponibilità dei dati sui crediti dovrebbe contribuire a migliorare la concorrenza all'interno del settore bancario e tra banche e fornitori di finanze alternative. Ad esempio, consentirebbe alle banche più piccole e nuove di modellare più

accuratamente i loro pesi di rischio a fini di capitale, piuttosto che affidarsi a pesi di rischio standardizzati a causa della mancanza di dati storici di prestito.

Al fine di garantire che i settori più dipendenti dai finanziamenti bancari non siano affamati di crediti necessari, si potrebbero sviluppare iniziative che si basano sulla capacità delle banche di assumere prestiti, pur attirando finanziamenti e capitale di rischio da altri investitori più in grado di sopportare i rischi su tali prestiti. Infatti, se i prestiti bancari rappresentano un rischio più elevato, come alcuni prestiti alle PMI, che hanno più capitale di rischio al di fuori del settore bancario per sostenerlo e un maggior poolamento tra gli investitori dovrebbe ridurre i vincoli di tali prestiti e migliorare la sua stabilità. Ciò comporterà le banche che utilizzano il modello di prestito "originate-per-distribuire". I difetti di questo modello sono stati evidenziati dal ruolo della cartolarizzazione subprime statunitense nella crisi. Questi sono dovuti a problemi di agenzia tra gli originatori dei prestiti e gli investitori in titoli sostenuti da quei prestiti, che hanno portato alla scelta sfavorevole e al rischio morale. Tuttavia, i lavori recenti per rilanciare i mercati della cartolarizzazione suggeriscono che, se questi problemi di agenzia sono affrontati, le tecniche di distribuzione del rischio di credito sui prestiti da parte delle banche possono fornire notevoli vantaggi per facilitare il finanziamento dell'economia reale. Ciò avviene attraverso l'attuazione di maggiori finanziamenti e di capitale di rischio da parte del settore bancario e di liberare i bilanci bancari per prestiti originati.

Diversi studi dimostrano che quando gli investitori e gli interessi bancari sono allineati, come per esempio attraverso le banche che mantengono una parte del rischio (attraverso regole di conservazione del rischio), allora si possono affrontare questioni di morale. Sono anche preziose le norme di sottoscrizione più severe sui prestiti e le dichiarazioni e le garanzie sui titoli emessi. Inoltre, come già accennato, l'accesso più ampio a dati migliori sarà importante per assicurare che gli investitori non bancari possano effettuare una valutazione del rischio appropriata sui prestiti originati da banche. Più in generale, laddove le banche agiscono come agenti (piuttosto che i principi di gestione dei rischi), ciò dovrebbe ridurre le preoccupazioni prudenziali circa la loro presa di rischio e può ridurre i requisiti patrimoniali delle banche mantenendo le loro relazioni commerciali e la capacità di generare ricavi dalle commissioni di transazione.

Esiste una grande portata per condividere i rischi sui prestiti originati. Il totale dei prestiti bancari in essere verso le imprese nell'Unione europea è stato di 5,4 trilioni nel 2013 (da 6,0 miliardi di euro nel 2008), mentre gli attivi di importanti investitori istituzionali a lungo

termine (come i fondi pensione e gli assicuratori) ammontano a 19 trilioni di euro²⁶². Infatti, alcuni passaggi da finanziamenti bancari a finanziamenti basati sul mercato sono stati evidenti negli ultimi anni, poiché le grandi aziende che hanno accesso ai mercati dei capitali hanno sempre più rilasciato obbligazioni societarie. A titolo illustrativo, i titoli di debito verso i titoli di credito straordinari nell'UE sono aumentati da 1,1 miliardi di euro nel 2008 a 1,7 trilioni di euro nel 2013. Facilitando la distribuzione dei rischi derivanti dalla concessione di prestiti bancari offre un modo per trarre più su fonti di finanziamento non bancarie. Condividere i rischi attraverso un più ampio insieme di investitori e può anche liberare i bilanci bancari per una più ampia gamma di opportunità di prestito.

Un problema significativo in tale distribuzione è la chiarezza ex ante sul trattamento di capitale quando i rischi vengono trasferiti dalle banche. L'Autorità bancaria europea (EBA) ha sviluppato un approccio coerente dell'UE su come viene applicata la concessione del capitale, mediante la pubblicazione nel 2014 delle linee guida per il trasferimento significativo del rischio. Queste linee guida definiscono i requisiti per le istituzioni che hanno iniziato ad avviare operazioni di cartolarizzazione per la concessione del capitale, i requisiti per le autorità competenti di valutare le operazioni che richiedono un «significativo trasferimento dei rischi», comprese la valutazione del rischio effettivo di trasferimento a terzi in conformità del capitale Regolamento dei requisiti. A parte l'attività dell'EBA per stabilire criteri di cartolarizzazione semplice, standardizzata e trasparente (STT), la Commissione europea potrebbe voler valutare se le misure supplementari possano essere garantite per garantire un adeguato allineamento degli incentivi per tutte le cartolarizzazioni, in particolare quelle che forniscono Aiuti di capitale alle banche, attraverso:

Revisioni del regime attualmente applicabile ai requisiti di conservazione del rischio ("pelle nel gioco");

Garantire requisiti adeguati per gli standard di sottoscrizione del produttore;

Requisiti per gli originatori nel loro ruolo di servizio e monitoraggio di fornire agli altri soggetti informazioni sufficienti per intraprendere e mantenere la valutazione dei rischi;

Requisiti per la chiarezza sull'approccio dell'originatore / politica nei confronti dei crediti in difficoltà, di tolleranza, ecc .;

Requisiti rivisti per gli investitori per intraprendere la dovuta diligenza e la valutazione del credito in corso in relazione alle loro esposizioni.

Attraverso l'attività di intermediazione del mercato finanziario, le banche sostengono

²⁶² See 'New Financial: Driving Growth, Making the case for bigger and better capital markets in Europe', October 2014.

anche il funzionamento del mercato dei capitali essenziale per la finanza basata sul mercato. In particolare, sono i principali fornitori di servizi per l'attività di emissione primaria (e attività di mercato secondario che sostiene la capacità di emissione e di scambio sui mercati finanziari). In questo contesto, una questione sempre più pertinente è che, poiché l'aumento delle pressioni sui bilanci delle banche ha influenzato la loro capacità di agevolare le attività del mercato secondario, in particolare negli anni successivi alla crisi, la creazione di mercati per alcuni mercati finanziari è diventata più limitata, potenzialmente leader A una liquidità più fragile. Poiché le banche adattano i propri modelli di business in questo settore, magari agendo in modo più agente rispetto ai principali nell'aiutare gli ordini dei clienti, sarà importante garantire che tali modifiche alla loro partecipazione ai mercati finanziari non introducano nuovi rischi per la resistenza alla liquidità del mercato.

Nel 2014, il comitato di vigilanza bancaria di Basilea (BCBS) e l'Organizzazione internazionale delle commissioni di titoli (IOSCO) hanno istituito una task force congiunta per rivedere gli sviluppi nei mercati della cartolarizzazione. Questa Task Force sui mercati delle cartolarizzazioni (TFSM) è stata incaricata di individuare i fattori che potrebbero ostacolare lo sviluppo di mercati di cartolarizzazione sostenibile e sviluppare criteri per identificare e assistere lo sviluppo di strutture di cartolarizzazione semplici, trasparenti e comparabili (STC) dell'industria finanziaria. Allo stesso modo, su richiesta della Commissione europea, l'EBA ha anche consultato i criteri per l'individuazione di titoli industriali semplici, standard e trasparenti (SST), che potrebbero ricevere un trattamento regolatorio differenziato.

I mutui delle famiglie e i prestiti al consumo sono particolarmente adatti alle confezioni in cartolarizzazioni che soddisfano tali criteri. In quanto tale, l'utilizzo di questi criteri potrebbe facilitare la cartolarizzazione di tali prestiti e migliorare direttamente la disponibilità di mutui e finanziamenti per i consumatori. Inoltre, in caso di trasferimento significativo del rischio da parte delle banche originarie, si ottiene dalla cartolarizzazione, può consentire alle banche di redistribuire la capacità di bilancio per estendere il credito ad altre forme di finanziamento. Ciò può includere settori come il prestito di piccole imprese, in cui le banche mantengono un vantaggio comparato.

L'obiettivo principale delle iniziative politiche finora è stato quello delle operazioni di cartolarizzazione a lungo termine. Tuttavia, le cartolarizzazioni a breve termine, come i Conduits of Asset Backed Commercial Paper, sono anche una componente fondamentale dei mercati di cartolarizzazione e possono fornire un'importante fonte di finanziamento all'economia reale. In particolare, questo può includere il sostegno del capitale circolante per

le piccole imprese tramite canalizzazioni che sigilla i crediti commerciali e le locazioni di attrezzature, e il credito al consumo sostenuto attraverso la cartolarizzazione di prestiti auto a breve termine, crediti per carte di credito e prestiti al consumo.

La prestazione del patrimonio netto non è stata un ruolo tradizionale per le banche e la natura di un asset rischioso e perenne significa che l'investimento bancario su larga scala sarebbe incompatibile con le strutture di responsabilità delle banche. Tuttavia, le banche potrebbero essere in grado di svolgere un ruolo importante nel sostenere la creazione di finanziamenti azionari, in particolare per quelle società al di sotto delle soglie di una quotazione di borsa minore, di una vendita commerciale o di un'interesse di private equity (che, per esempio, Più di 10 milioni di euro), ma sono superiori alle aziende tipicamente finanziate da amici, prestiti familiari e privati, angeli d'affari o capitali di rischio. Ciò comporta sfruttare le reti delle banche di rapporti con aziende di tutte le dimensioni, consentendo loro di individuare opportunità di investimento eque e credibili.

La Commissione europea rileva nel Libro verde che "sosterrà soluzioni basate sul mercato quando sono probabilmente efficaci e le modifiche normative solo quando sono necessarie". La Banca d'Inghilterra sostiene questo approccio. Il mercato unico dell'UE nei servizi finanziari si basa sull'apertura sostenuta da regole comuni applicate in modo coerente. Da una prospettiva di stabilità finanziaria, è essenziale che l'UE abbia in vigore forti norme prudenziali che abbiano la forza di legge. Dalla crisi finanziaria, queste hanno incluso l'accordo sui requisiti patrimoniali per le banche tramite la CRDIV, la direttiva sulla ripresa e la risoluzione della banca (BRRD) e la Solvency II.

Tuttavia, esistono alcune aree in cui la legislazione potrebbe non essere adeguata, anche quando le differenze tra le regole degli Stati membri dell'UE non costituiscono un rischio di stabilità finanziaria o quando non costituiscono una barriera sostanziale per il funzionamento del mercato unico. In questi casi, gli standard comuni e le altre opzioni non legislative possono essere più appropriate come strumenti per raggiungere gli obiettivi della CMU, senza imporre un onere che possa ostacolare lo sviluppo di quei mercati che sono destinati ad aiutare. Questo è anche in linea con l'ordine del giorno della Commissione europea "Miglior regolamento".

La CMU dovrebbe essere un'iniziativa in corso, non limitata al mandato di questa Commissione europea. Dal momento che i mercati dei capitali si sviluppano, anche a livello nazionale, potrebbero emergere nuove barriere alla libera circolazione dei capitali in tutta l'UE. Per questa ragione, la DG FISMA dovrebbe mettere più meccanismi per individuare continuamente le barriere che possono sorgere e sviluppare soluzioni appropriate. Supportato

da una piccola segreteria della DG FISMA, questo gruppo riunirebbe l'intero spettro di partecipanti al mercato, dai piccoli investitori al dettaglio alle grandi aziende e rispecchia l'ampio ecosistema di intermediari. Sulla base dei lavori già intrapresi nel contesto della consultazione della Commissione europea, una fase iniziale di lavoro potrebbe coinvolgere tutti i partecipanti nell'individuazione di settori che devono essere ulteriormente esaminati, prima che i sottogruppi dei partecipanti (compresi i regolatori, se del caso) più dettaglio.

La Commissione europea dovrebbe far sì che l'identificazione di barriere e soluzioni - comprese le soluzioni non legislative - alla libera circolazione dei capitali nell'UE fa parte della missione della DG FISMA. Un mezzo per raggiungere questo obiettivo potrebbe essere attraverso l'istituzione di un gruppo consultivo, presieduto da una figura alta e rispettata, per individuare le sfide e generare soluzioni.

Riteniamo che i poteri degli ESA per garantire una supervisione coerente siano sufficienti e che non siano necessarie nuove misure. Piuttosto, gli accordi stabiliti dovrebbero essere utilizzati per contribuire allo sviluppo della CMU in due aree potenziali. Innanzitutto individuando e affrontando eventuali lacune residue del quadro normativo che disciplina le infrastrutture del mercato dei capitali. Lavorare per la risoluzione delle infrastrutture del mercato finanziario è fondamentale. In secondo luogo, gli ESA avanzano il loro mandato esistente per la convergenza di vigilanza, assicurando il rispetto del regolamento regolamentato e la comparabilità delle pratiche di vigilanza. Ciò dovrebbe portare alla coerenza dei risultati di vigilanza e garantire una protezione coerente degli investitori in tutta Europa.

La CMU è stata collegata da alcuni con richieste di maggiore centralizzazione delle responsabilità di vigilanza, in particolare per quanto riguarda le infrastrutture del mercato finanziario post-commercio, come le CCP. Non crediamo che questo cambiamento sia necessario in questo settore per fornire una CMU di successo e potrebbe presentare rischi materiali alla stabilità finanziaria. Ciò potrebbe, a sua volta, compromettere la fiducia nei finanziamenti basati sul mercato che CMU sta cercando di fornire.

Un principio chiave del mercato unico è che quando vengono applicate e applicate norme comuni, lo Stato membro dell'UE in cui sono stabilite e regolamentate le imprese, comprese le infrastrutture di mercato finanziario, non ha importanza. Le infrastrutture di mercato finanziario robuste e resilienti, soggette a severi standard di vigilanza e supervisione, fondano i mercati dei capitali e sono fondamentali per la stabilità finanziaria. Riconoscendo questo, le regole comuni dell'UE nel settore della regolamentazione e della vigilanza delle infrastrutture del mercato finanziario sono state recentemente riformate, ad esempio attraverso il

regolamento europeo dell'infrastruttura di mercato (EMIR) e il regolamento sui depositi cauzionali centrali (CSDR).

Queste norme hanno stabilito nuove e più rigorose norme per la regolamentazione e la supervisione delle infrastrutture del mercato finanziario dell'UE, in linea con le norme internazionali e si basano sul principio della vigilanza sullo Stato di origine sostenuto da accordi universitari con le autorità competenti, tra cui l'ESMA per promuovere Convergenza di vigilanza. Questo sistema funziona bene e, soprattutto, allinea la responsabilità di vigilanza con la responsabilità degli Stati membri per garantire la stabilità finanziaria attraverso la fornitura di un backstop fiscale se uno sia necessario in circostanze estreme.

Sostituire questo accordo stabilito, che prevede più livelli di assicurazione e responsabilità, da un unico supervisore dell'UE ha la possibilità di presentare rischi significativi alla stabilità finanziaria. Importante, rompe il legame tra la responsabilità di vigilanza e la responsabilità fiscale. Molte infrastrutture del mercato finanziario operano su scala globale e sono ampiamente utilizzate da imprese non UE. Servono i mercati internazionali e quelli dell'UE. Circa il 40% del margine iniziale detenuto dai CCP britannici è iscritto da membri di compensazione stabiliti fuori della European Economic Area (EEA).²⁶³ Non è affatto chiaro che ci sarà la volontà o il desiderio politico all'interno dell'UE di offrire un backstop centrale a tali infrastrutture di mercato finanziario. Il cambiamento interromperà anche il collegamento che abbiamo mantenuto nel Regno Unito tra la supervisione delle infrastrutture dei mercati finanziari e la supervisione e la risoluzione dei principali membri di compensazione domestica, che sono i maggiori utenti delle infrastrutture del mercato finanziario britannico.

In questo modo, la MiFID II (2014/65/UE) viene ad essere parte del processo di rafforzamento dell'efficacia della regolamentazione del funzionamento dei mercati finanziari, mirando a coprire, anche e soprattutto, aree che fino a quel momento non avevano costituito oggetto di regolamentazione; maggiore trasparenza, tutela degli investitori e stabilità dei mercati sono i principali elementi per dare ai mercati finanziari (europei) una struttura più sicura, stabile, resistente e che non contenga lacune. In altri termini, infatti, alla luce della riduzione del numero di fattispecie e soggetti esenti dall'applicazione della disciplina e dell'estensione del campo di applicazione della stessa - nonché dell'ampiezza delle misure di esecuzione -, insieme al ruolo delle autorità di vigilanza nazionali e dell'ESMA, non dovrebbe

²⁶³ See 'The Bank of England's supervision of financial market infrastructures – Annual Report' (March 2015), p.7.

residuare più spazio per l'autoregolamentazione²⁶⁴. Inoltre, la revisione della Direttiva ha presentato alcune definizioni in maniera decisamente più chiara, contribuendo così a rendere più armonica la normativa e a far diventare le prassi di vigilanza talmente rigorose e puntuali da far sì che possano abbinare l'aspetto sanzionatorio e quello di mero deterrente. A ciò va poi aggiunta la considerazione che la recente crisi finanziaria globale ha dimostrato che l'interposizione di un consulente d'investimento professionale tra l'investitore e l'emittente non garantisce affatto che il primo sia tutelato, così come d'altronde i numerosi esempi di scandali e crolli del mercato dimostrano²⁶⁵.

Non si può, infine, sottovalutare il fatto che un controllo ed una regolazione unitaria potrebbero comportare anche un'unica raccolta di dati ed informazioni riguardanti le imprese soggette al detto controllo. Sebbene l'obiettivo di una tale scelta sia evidentemente comprensibile e meritevole di seguito, è stata in proposito sollevata una spinosa questione – che ad oggi non ha ancora trovato soluzione – se tali elementi debbano essere indicati direttamente dalle singole imprese alle autorità di controllo o se debbano essere, invece, gli intermediari finanziari a procurarseli. E' bene, innanzitutto, precisare che il metodo di raccolta dei dati comporterebbe problemi in entrambi i casi: nel primo si richiederebbe alle piccole e medie imprese di sostenere un'importante spesa per produrli, elaborarli e trasmetterli all'autorità; nel secondo, non è pensabile che le istituzioni finanziarie fungano da archivio di tutta la documentazione aziendale dei propri clienti (tralasciando, poi, il fatto che in questo caso si porrebbero anche non secondari problemi di tutela della *privacy*).

Fino alla recente crisi finanziaria, il riconoscimento reciproco (con il controllo del paese di origine) è stato lo strumento principale per promuovere l'integrazione tra i mercati dei capitali europei. Era al centro di cinque direttive chiave dell'UE in materia post-UE, come la seconda direttiva bancaria (SBD) e la direttiva sui servizi di investimento (ISD), e diverse altre misure nel quadro del piano d'azione per i servizi finanziari (FSAP).

Tuttavia, la recente crisi finanziaria ha esposto importanti fallimenti del modello multilaterale di reciproco riconoscimento per amalgamare gli interessi nazionali degli Stati membri con l'obiettivo finale di promuovere il mercato unico europeo. Dopo la relazione De Larosière e l'iniziativa dell'Unione bancaria, in particolare, un principio di sussidiarietà

²⁶⁴ O.O. CHEREDNYCHENKO, *Public Supervision Over Private Relationships: Towards European Supervision Private Law?*, in *European Review of Private Law*, 2014, 1, p. 37 ss.; F. DELLA NEGRA, *The Effects of the ESMA's Powers on National Contract Law*, Seminario "The European Institutional Responses to the Challenges of Supervising Financial Markets", Berlino, University of Applied Sciences, 5 dicembre 2014.

²⁶⁵ D. BUSCH, *Why MiFID Matters to Private Law. The Example of MiFID's Impact on an Asset Manager's Civil Liability*, in *Capital Markets Law Journal*, 2012, 7, p. 386 ss.; F. GALGANO, G. VISENTINI, *Mercato finanziario e tutela del risparmi*, Cedam, Padova, 2006, p. 1 ss.

rafforzata sta attualmente cercando di spingere per una maggiore convergenza di vigilanza in tutta Europa.

Nuovi organi europei sono stati creati con poteri giuridici più forti per sostituire i precedenti comitati e per garantire l'effettiva eliminazione degli ostacoli non tariffari alla libera circolazione dei capitali e dei servizi e per garantire la stabilità del sistema finanziario europeo. Tuttavia, il ruolo delle "nuove" Agenzie europee di vigilanza (ESA), creato senza un cambiamento dei trattati europei, è stato finora concentrato sulla definizione dei dettagli di attuazione (livello 2) delle normative UE, ma hanno prodotto risultati limitati. Il coordinamento delle pratiche di vigilanza.

Il piano dei mercati dei capitali combina misure per l'approfondimento del mercato unico per il capitale con gli sforzi per affrontare le problematiche strutturali dei mercati finanziari, come l'accesso delle PMI alle finanze basate sul mercato, suggerisce che il piano CMU attuale sia una combinazione di Integrazione, investimenti e politiche di stabilità finanziaria. Mentre è certamente un obiettivo gradito per agire su tutte queste politiche, questo modo di progettazione può complicare ulteriormente il processo di attuazione, poiché la capacità di misurare il raggiungimento degli obiettivi (responsabilità) è diluita dal fatto che queste politiche possono portare a risultati contrastanti.

Quindi, il piano CMU dovrebbe concentrarsi solo sulle politiche di integrazione e lasciare politiche di investimento e di stabilità finanziaria per separare le azioni politiche. Questo piano è un'opportunità per ripensare l'integrazione finanziaria in Europa per produrre un ecosistema finanziario che equilibra le operazioni bancarie tradizionali transfrontaliere con le attività dei mercati dei capitali e, in particolare, produce un'architettura finanziaria paneuropea al mercato unico in grado di resistere. Il sistema finanziario globale integrando e mettendo in concorrenza i mercati nazionali a beneficio di investitori e società. La convergenza delle pratiche di vigilanza è un passo importante in questo processo. Integrazione finanziaria, condivisione dei rischi e crescita economica

L'organizzazione del sistema finanziario, tuttavia, è un'interazione complessa delle norme giuridiche (inclusa la tutela degli investitori) e degli incentivi economici che formano il comportamento delle istituzioni e degli investitori. I principi giuridici generali, come il diritto di stabilimento e la libera circolazione dei capitali e dei servizi, non sono sufficienti per assicurare un'integrazione finanziaria di qualità, vale a dire una sana diversificazione dei rischi.

L'integrazione finanziaria è il processo attraverso il quale le regioni o i paesi diventano più finanziariamente interconnessi, producendo alla fine la condivisione dei rischi in caso di

scossa asimmetrica, come la recente crisi finanziaria. Il processo di integrazione coinvolge la libera circolazione dei capitali e dei servizi finanziari per consentire le partecipazioni transfrontaliere di attività (condivisione del rischio privato), che determinerebbe un aumento dei flussi di capitale in queste regioni e una convergenza dei prezzi e dei rendimenti delle attività e dei servizi finanziari.

Lo sviluppo finanziario può essere definito come la dimensione e la sofisticazione (interconnessione) di una data combinazione di intermediazione istituzionale e basata sul mercato. La struttura finanziaria è quindi una data combinazione di credito e di equità (tipi di finanziamento) da intermediari e mercati (mezzi di finanziamento). Una determinata combinazione di struttura e sviluppo finanziaria determina la qualità dell'integrazione finanziaria, che può produrre un'allocazione più efficiente del capitale (attraverso la condivisione dei rischi privati) e quindi libera ulteriormente lo sviluppo economico e, infine, la crescita.

La diversificazione dei rischi è al centro di qualsiasi processo di integrazione. Finanziamenti basati sulla relazione (o istituzioni), ad esempio Banche tradizionali e finanziamenti basati sul mercato, ad es. I mercati dei capitali possono migliorare insieme la qualità dell'integrazione finanziaria e possono creare un ecosistema finanziario che limita la concentrazione dei flussi di capitale e riduce così i rischi delle bolle degli asset e una perdita permanente della produttività.

Motivazione per un'ulteriore integrazione dei mercati dei capitali - Condivisione dei rischi

La condivisione trasversale (orizzontale nello spazio, ovvero basata sul mercato) e l'intertemporale (verticale in tempo, ovvero istituzioni) sono complementari, in quanto forniscono rispettivamente un cuscino sia contro l'aggregato (shock permanenti, come la recente crisi finanziaria con Diffusione diffusa degli istituti finanziari) e rischio idiosincratco (shock temporanei, come il fallimento di una o più istituzioni finanziarie).

Rafforzare il ruolo dei mercati dei capitali migliorerà tuttavia lo sviluppo finanziario, impedendo alla rete finanziaria di concentrare i flussi di capitale (e la proprietà delle attività estere) nei settori e nelle aree che generano esternalità più positive a prescindere dal rischio che viene creato. Infatti, dopo l'iniziale vantaggio dell'integrazione transfrontaliera, se non ci fosse una condivisione di rischio privata, i flussi di capitali causerebbero la concentrazione dei rischi in tempi corretti, con rischi più elevati di fermate improvvise e inversioni durante le crisi. La condivisione dei rischi migliora l'allocazione del capitale, in quanto il rischio è sostenuto da coloro che lo sopportano (indipendentemente dall'ubicazione geografica, sia da

agenti pubblici che privati), riducendo così la probabilità di un'inversione di capitale durante una crisi finanziaria, poiché lo stesso rischio è condiviso in tutti i settori. Attraverso la loro integrazione finanziaria.

Nel complesso, le prove dimostrano che l'Europa non dispone di una ripartizione dei rischi cross-sectional e intertemporal, cioè i mercati dei capitali transfrontalieri e le attività bancarie, rispetto ad altre regioni come gli Stati Uniti. La moneta unica ha contribuito solo in modo limitato a una maggiore condivisione dei rischi, esponendo l'area dell'euro all'aumento dei flussi di capitali eccessivi in alcune aree del periodo pre-crisi e ad una significativa reversal di capitale dall'inizio della crisi sovrana.

La crisi finanziaria iniziata nell'estate del 2007 ha condotto a una serie di riforme della regolamentazione e della supervisione finanziaria miranti a ridurre la probabilità di future crisi finanziarie e a contenerne gli effetti laddove dovessero comunque manifestarsi²⁶⁶. In particolare, in molti paesi sono state create autorità macroprudenziali, istituzioni incaricate di assicurare la stabilità dell'intero sistema finanziario, in linea con la tesi che alla genesi della crisi abbia contribuito l'assenza di autorità con questo specifico mandato²⁶⁷.

Il rischio sistemico, già difficile da definire, è anche arduo da misurare e, soprattutto, da prevedere. Mentre per gli obiettivi della politica monetaria sono disponibili misure ben note e sperimentate (ancorché imperfette: gli indici di inflazione, le misure di attività economica), le misure di rischio sistemico sono a uno stadio assai meno avanzato. Ciò è dovuto in buona misura alla natura elusiva del fenomeno²⁶⁸. In ambito finanziario il rischio sistemico può nascere e diffondersi all'interno di una data classe di istituti finanziari (ad esempio, una corsa agli sportelli bancari), tra aziende di settori diversi (ad esempio, il default di un'impresa di investimento può trasmettersi ad altri intermediari), tra mercati (un crollo del mercato azionario, una crisi valutaria, un malfunzionamento del mercato interbancario), tra aree geografiche (crisi nazionali vs. internazionali), tra infrastrutture di mercato (controparti centrali, sistemi di pagamento all'ingrosso)²⁶⁹.

Le autorità macroprudenziali hanno tentato di dare contenuto operativo ai loro mandati

²⁶⁶ Angelini Le politiche macroprudenziali..., Questioni EconFin, OccPaper n. 271, Banca d'Italia, 2015, 5 ss. Panetta, 2013

²⁶⁷ De Larosière 2009.

²⁶⁸ Lorenzoni (2008), Bianchi (2010), Bianchi and Mendoza (2010), Mendoza (2010), Jeanne and Korinek (2010) and Korinek (2011). Hanson, Samuel, Anil Kashyap and Jeremy C. Stein 2011. A macroprudential approach to financial regulation, *Journal of Economic Perspectives* 25: 81): 3-28.

²⁶⁹ Reinhart e Rogoff, 2008; Borio e Drehmann, 2009; Kannan, Rabanal e Scott, 2011. Carosio 2010. Taylor (2015) Lim et al. (2011), Ahuja and Nabar (2011), McDonald (2015) Jimenez et al. 2012 Elliott et al. 2013; Cecchetti and Kohler (2012) Galati and Moessner (2011) Angelini Nicoletti Altissimi Visco, Macroprudential, microprudential and monetary policies..., Quaderni Econ Fin, n. 140, 2012, 8 ss.

facendo riferimento a queste regolarità. L'approccio della Banca d'Inghilterra richiamato sopra enfatizza la necessità di stabilizzare la dinamica del credito. Motivazioni analoghe hanno indotto il Comitato di Basilea a proporre il rapporto tra credito e PIL come indicatore guida per l'attivazione della riserva di capitale contro-ciclica²⁷⁰.

In sintesi, a seguito di questi cambiamenti l'architettura europea di salvaguardia della stabilità finanziaria, già molto articolata nella versione emersa dalla riforma avviata alla fine del 2011, sta diventando ancora più complessa²⁷¹.

Trasmissione della politica monetaria

La concentrazione dei finanziamenti nel sistema finanziario, sia del debito che del patrimonio netto, può causare bolle di beni e compromettere i meccanismi di trasmissione della politica monetaria che possono influire sui flussi informativi e aumentare l'interconnessione tra le istituzioni finanziarie.

La maggiore trasparenza richiesta dalla diversificazione verso i meccanismi di mercato sostiene la promozione dei sistemi idraulici dei mercati finanziari, fornendo accessibilità / contestabilità di mercati consolidati, che in ultima analisi può comportare un maggiore consolidamento a livello paneuropeo e maggiore efficienza (minori costi) dovuti alla rete Proprietà del sistema finanziario. Questa struttura del mercato ridurrebbe inoltre l'eccessivo affidamento sui tassi di riferimento basati sulle banche e migliorerebbe il prezzo complessivo del mercato.

È fondamentale garantire che il marchio UCITS rimanga attendibile. Ciò può essere raggiunto in modo simile al modo in cui la fiducia e la comprensione vengono ricostruite nel mercato europeo delle cartolarizzazioni, assicurando che il prodotto UCITS sia semplice, trasparente e comparabile. Gli strumenti più complessi possono essere adatti per investimenti in ELTIF e in fondi d'investimento alternativi, in base alle quali le imprese possono beneficiare di un passaporto negli Stati membri dell'UE.

Come già accennato, le PMI dell'UE si affidano in gran parte alle banche per le loro necessità di finanziamento, con l'utilizzo di titoli di capitale o di titoli esterni esterni molto più limitati. Tuttavia, nonostante i recenti segni che le condizioni di credito stanno facendo diminuire nell'area dell'euro, riflettendo i costi di finanziamento più bassi e riducendo la pressione a deleverage, i prestiti bancari rimangono

²⁷⁰ Fisher (1933)

²⁷¹ Angelini 2014.

depressi²⁷².

Mentre è difficile disallineare i fattori di offerta e domanda, un canale di finanziamento alternativo per le PMI potrebbe aver contribuito ad affrontare almeno alcuni dei disavanzi durante la crisi, come avviene per le grandi imprese dell'UE.

A livello transfrontaliero, un maggior accesso delle PMI ad una serie di opzioni di finanziamento, in particolare sotto forma di azioni e emissioni di obbligazioni, sarebbe anche vantaggioso per la stabilità economica e finanziaria. Le evidenze suggeriscono che le azioni (e in misura minore le obbligazioni societarie) sono meno soggette al volo di capitale durante i periodi di stress rispetto ai prestiti bancari. Inoltre, nei paesi vulnerabili dell'area dell'euro nel corso del periodo 2010-11, i rendimenti obbligazionari delle imprese sono stati meno legati ai rendimenti obbligazionari sovrani rispetto ai costi di finanziamento bancario, suggerendo che i mercati obbligazionari europei delle obbligazioni societarie siano più sviluppati, le condizioni di credito potrebbero essere più strette²⁷³.

Anche in tempi normali, i prestiti bancari potrebbero non essere sufficienti a sostenere il finanziamento per le PMI - in particolare quelli con la possibilità di crescere rapidamente - in quanto le banche potrebbero essere meno disposte a prestare alle imprese relativamente altamente finanziate. Allo stesso modo, le banche possono tendere a non prestare alle piccole e nuove imprese, perché queste imprese hanno limitato le attività materiali per pegno come garanzia e ci sono incertezze sui loro flussi di cassa e prospettive di crescita. Per sostenere la crescita economica, la CMU dovrebbe includere misure che mirano ad affrontare alcune delle barriere più fondamentali intorno alla domanda e all'offerta di titoli azionari e societari alle piccole imprese, nonché a garantire condizioni eque per l'emissione di azioni e debiti. Nel fare questo, tuttavia, è importante riconoscere che gli strumenti negoziabili sono probabili essere adatti solo alle PMI più grandi.

MiFID II ha creato il quadro normativo fondamentale per una nuova categoria di mercato, conosciuta come mercati di crescita delle PMI. Tale quadro intende facilitare l'accesso delle PMI al capitale proprio favorendo l'ulteriore sviluppo di mercati

²⁷² See 'The euro area bank lending survey' 2015 Q1, ECB.

²⁷³ See 'A European Capital Markets Union: implications for growth and stability', Bank of England (2015).

specializzati che soddisfino le loro esigenze. Tuttavia, i mercati della crescita delle PMI non sono un concetto completamente nuovo. Dal 1995, oltre 90 miliardi di dollari sono stati sollevati sulla AIM di Londra Stock Exchange, di cui 40 miliardi di sterline sono stati attraverso IPO e 50 miliardi di sterline attraverso offerte secondarie²⁷⁴.

Le sfide predominanti incontrate da tali mercati sono intorno a garantire la protezione degli investitori e un'adeguata liquidità. Gli accordi di governance esistenti nei singoli scambi svolgono un ruolo chiave nell'affrontare queste sfide, anche attraverso misure come le piattaforme online che collegano aziende con potenziali investitori, una chiara divulgazione agli investitori, una verifica rigorosa dei candidati alla lista e la sorveglianza del commercio e l'utilizzo di consiglieri nominati Per sponsorizzare e facilitare la quotazione delle imprese. Non esiste un modello unico per garantire il successo in questo settore e l'esperienza ha dimostrato che non è possibile semplicemente esportare i regolamenti di scambio da uno Stato membro all'altro. Tuttavia, lo sviluppo di scambi incentrati sui mercati della crescita delle PMI, pur equilibrando la protezione degli investitori, è un passo importante. Concentrandosi sulle piccole e medie imprese più piccole e piccole, i mercati dell'UE per il capitale di rischio - il finanziamento azionario delle aziende con un potenziale di crescita elevato durante le loro fasi formative - non sono ben sviluppate. Come sopra osservato, tali società possono rappresentare un rischio relativamente elevato da una prospettiva di credito, rendendo il finanziamento bancario un'opzione meno probabile. Di conseguenza, i business angeli sono investitori importanti, portando sia il finanziamento e la leadership, che possono integrare i fondi forniti da 'famiglia e amici'.

La fase successiva - che tipicamente comporta lo sviluppo del prodotto e la commercializzazione iniziale e la produzione - richiede un avvio e un venture capital di fase iniziale, in quanto i requisiti di finanziamento diventano troppo grandi per "familiari e amici" o business angel. Il capitale di rischio fornisce non solo i fondi ma anche il valore non capitale come il monitoraggio e la consulenza. Questa è una fase critica; Solo una volta che le vendite sono stabilite, le aziende possono iniziare a generare i fondi interni per sostenere la loro crescita. Inoltre, angeli di business

²⁷⁴ See 'AIM Factsheet – March 2015'.

rispettati o un venture capital di qualità precoce rendono più facile la creazione di ulteriori fondi.

Alcuni dei principali ostacoli allo sviluppo del private equity e del venture capital come fonte alternativa di finanziamento per le piccole e giovani imprese dell'UE sono l'assenza di una cultura di investimenti azionari, di scala e di mancanza di opportunità di uscita. Questi impedimenti sono interrelati e possono richiedere molto tempo per superare.

L'assenza di una cultura di investimenti azionari è in parte dovuta alle piccole imprese che non sono a conoscenza dell'intera gamma di opzioni di finanziamento esterno. Ad esempio, secondo l'ultimo sondaggio di SME Journey, solo circa la metà delle PMI intervistate erano consapevoli dei venture capitalisti come potenziali fonti di finanza esterna²⁷⁵. Questa figura è scesa a un terzo per gli angeli di affari. Alcuni imprenditori possono anche essere riluttanti a rinunciare alla loro proprietà, anche se una mancanza di finanze e consigli sulla pianificazione aziendale possono limitare le prospettive di crescita delle loro imprese. Ciò suggerisce che un miglioramento dell'alfabetizzazione finanziaria è importante non solo per i risparmiatori ma anche per le piccole imprese. Le imprese potranno approfittare dell'apprendimento di varie opzioni di finanziamento esterno e di specifici passi per promuovere la propria attività, come l'aiuto per la scrittura di un business plan.

Sulla mancanza di scala, i fondi di venture capital europei hanno difficoltà a raggiungere dimensioni sufficienti per diffondere il rischio di portafoglio. Ciò è particolarmente rilevante per gli investimenti in fase iniziale che tendono ad essere di scala ridotta, mentre i costi connessi alla due diligence e ai negoziati sono relativamente fissi. I fondi di capitale di rischio possono quindi preferire operazioni più grandi e successive. Con un miglioramento dell'alfabetizzazione finanziaria e un più forte flusso di imprese potenziali, i fondi di venture capital europei potrebbero raggiungere una portata sufficiente.

La lunga crisi iniziata negli Stati Uniti nell'estate del 2007 ed estesa al resto del mondo nell'autunno dell'anno successivo a seguito del fallimento di Lehman Brothers ha posto all'attenzione della dottrina giuridica ed economica talune criticità esistenti

²⁷⁵ See 'Small Business Finance Markets 2014', British Business Bank (2014).

nella regolamentazione finanziaria all'epoca vigente. La messa a fuoco di carenze nell'assetto normativo pre-crisi (i.e. potenziale prociclicità delle regole prudenziali, insufficienti presidi di risk management, sottovalutazione del rischio di liquidità, inadeguati livelli di patrimonializzazione) ha indotto accademici e policymakers ad interrogarsi sulle cause alla base del downturn economico e sulle possibili implicazioni a livello globale da esso derivanti²⁷⁶.

Il persistere di turbolenze finanziarie ha prodotto condizioni destabilizzanti per il sistema economico nel suo complesso, andando a sommare alla già sfavorevole situazione congiunturale una pluralità di conseguenze (rectius: esternalità) negative connesse al perdurare del credit crunch²⁷⁷.

Tale esigenza di rinnovamento è parsa particolarmente urgente nel contesto regionale europeo dove, soprattutto a seguito della crisi dei debiti sovrani che ha colpito l'eurozona nel biennio 2010-2011, è emersa la necessità di elaborare nuove formule disciplinari destinate ad eliminare (o quantomeno correggere) le distorsioni presenti nell'ordinamento finanziario²⁷⁸.

Nel delineato contesto si colloca la creazione dell'Unione Bancaria Europea destinata – negli intenti del regolatore europeo – a concludere la fase di rinnovamento istituzionale avviata dagli input costruttivi formulati dal Gruppo guidato da J. De Larosière nel 2009. Di fondo, emerge la finalità di risolvere i problemi sopra

²⁷⁶ REINHART e ROGOFF, *Is the 2007 US Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison*, in *American Economic Review*, 2008, 98, 2, p. 339-344; ID., *This time is different, again? The US five years after the onset of subprime*, 2012, reperibile su voxeu.org; GRIFFITH-JONES et al., *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Oxford, 2010; LASTRA e WOOD, *The Crisis of 2007–09: Nature, Causes, and Reactions*, in *Journal of International Economic Law*, 2010, 13, 3, p. 531-550; POSNER, *The Crisis of Capitalist Democracy*, Cambridge, 2010; ROUBINI e MIHM, *La crisi non è finita*, Milano, 2010. Nella letteratura italiana, tra gli altri, CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2008). Il caso italiano*, Padova, 2009; ID., *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in *Concorrenza e mercato*, 2012, p. 867 ss.; MONTEDORO, *Economia della crisi, trasformazioni dello Stato, governo dei giudici*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, 1, p. 59 ss.; SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, 1, p. 45 ss. STIGLITZ, *Needed: a new economic paradigm*, 2010. PISTOR, *A legal Theory of Finance*, Public Law & Legal Theory Working Paper Group, No. 13-348, New York, 2013, visionabile su ssrn.com.

²⁷⁷ BECK et al., *Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint*, in *Journal of Banking and Finance*, 2006, 30, 11, p. 2931-2943; UDELL, *Will a Credit Crunch Affect Small Business Finance?*, FRBSF Economic Letter, San Francisco, 2009, settembre; WEHINGER, *SMEs and the credit crunch Current financing difficulties, policy measures and a review of literature*, in *OECD Journal of Financial Market Trends*, 2014, 2013, 2, p. 115-148.

²⁷⁸ OLIVARES-CAMINAL, *The EU Architecture to Avert a Sovereign Debt Crisis*, in *OECD Journal of Financial Market Trends*, 2011, 2, p. 167-197. GUISO, *A trust-driven financial crisis. Implications for the future of financial markets*, EUI working papers, 2010. CAPRIGLIONE e SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione europea*, Padova, 2015, passim.

menzionati attraverso l'attivazione di un meccanismo unico di vigilanza bancaria, cui si accompagnano, in modo complementare, un sistema unico di risoluzione delle crisi e (almeno nel progetto originario) uno schema comune di garanzia dei depositi²⁷⁹.

In tale premessa si comprende la ragione per cui tutti i protagonisti dello scenario finanziario siano da considerare, più o meno direttamente, coinvolti nel processo di riforma del sistema avviato negli ultimi anni: a) gli intermediari, in quanto sottoposti a regole più stringenti di capitalizzazione ed a incisive misure di corporate governance e gestione operativa (11); b) le autorità preposte al controllo sul settore, impegnate nella transizione al nuovo assetto e, dunque, attente a definire adeguate forme di equilibrio nella ripartizione (non sempre agevole) delle competenze tra sfera domestica ed europea; c) i consumatori di servizi finanziari, di certo più tutelati rispetto al passato perché cittadini dell'Unione, ma forse non ancora in grado di apprezzare a pieno, come risparmiatori, la portata dell'innovazione recata dalla riforma normativa di cui trattasi²⁸⁰.

Tra le novità più rilevanti introdotte dal progetto di Banking Union vi è – come dianzi accennato – la formulazione di nuove regole in materia di risanamento degli enti creditizi incorsi in situazioni di dissesto finanziario. L'intento di superare le specificità nazionali, anche con riferimento alle procedure di gestione delle crisi, ha portato il regolatore europeo a predisporre una serie di misure volte a contenere nell'ambito del settore bancario il costo dell'insolvenza dei suoi partecipanti (laddove esso, in passato spesso veniva addebitato alla collettività attraverso il ben noto processo di «socializzazione delle perdite»)²⁸¹.

²⁷⁹ VAN ROMPUY, Verso un'autentica unione economica e monetaria, Relazione del presidente del Consiglio europeo del 26 giugno 2012; COMMISSIONE EUROPEA, Banking Union: restoring financial stability in the Eurozone, Bruxelles, aprile 2014. Per un approfondimento, v. MOLONEY, European Banking Union: assessing its risks and resilience, in *Common Market Law Review*, 2014, 51, 6, p. 1609-1670. CAPRIGLIONE, European Banking Union. A challenge for a more united Europe, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, 1, p. 5 ss. BEATTY e LIAO, Financial accounting in the banking industry: A review of the empirical literature, in *Journal of Accounting and Economics*, 2014, 58, 2, p. 339-383; NOVOTNY-FARKAS, The Significance of IFRS 9 For Financial Stability and Supervisory Rules, Study for the ECON Committee, Parlamento europeo, 2015, ottobre.

²⁸⁰ Supino Individuazione di fonti alternativecapital market union, *ContrImpr* 2016, 936.

²⁸¹ CAPRIGLIONE, Gli stress test delle banche europee: una tempesta prima di un "nuovo ordine" del mercato finanziario. Il caso Italia, in *federalismi.it*, 24 dicembre 2014. AUTORITA' BANCARIA EUROPEA, Guidelines on the interpretation of the different circumstances when an institution shall be considered as failing or likely to fail under Article 32(6) of Directive 2014/59/EU, Londra, 2015, maggio. BOCCUZZI, Towards a new framework for banking crisis management. The international debate and the Italian model, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 71, Roma, 2011. MARINIELLO et al., The long road towards the European single market, *Bruegel Working Paper* 2015/01, 2015, marzo.

Inoltre, uno specifico rilievo merita il fatto che la crisi finanziaria del 2008 - come sottolineato nella relazione della Commissione europea inerente la “Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sugli strumenti derivati OTC²⁸², le controparti centrali ed i repertori di dati sulle negoziazioni” del 15 settembre 2010 - ha portato i derivati negoziati fuori borsa, (cc.dd. *Over-The-Counter* - OTC) al centro dell’attenzione delle autorità di controllo. Alcune vicende significative, come il quasi crollo di Bear Sterns nel marzo 2008, il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008 e il salvataggio di AIG nello stesso mese, hanno messo in luce le lacune del funzionamento di questo tipo di mercato²⁸³.

Alla luce di tutte queste considerazioni, è facilmente immaginabile che i dibattiti relativi alle riforme legislative in tema di piattaforme di negoziazione di titoli abbiano fatto sì che l’intervento pubblico si concretizzasse principalmente in una ristrutturazione dei titoli e dei mercati dei derivati, limitando l’ambito di autoregolamentazione e - nello specifico - quello del segmento dei derivati.

In tal modo, gli Stati Membri sono rimasti liberi di adottare la disciplina procedurale ritenuta più idonea a raggiungere gli obiettivi prefissati (principio dell'autonomia

²⁸² A. CRISCIONE, *Nella bufera i risparmiatori si fermano ad aspettare*, in *Il Sole 24 Ore Plus*, 5 settembre 2015; *Consob apre agli esposti online dei risparmiatori*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 luglio 2015; D. MASCIANDARO, *Salvare i risparmiatori greci prima di salvare le banche*, *ivi*, 13 luglio 2015; *Aiba: broker al 40% dei danni*, *ivi*, 27 giugno 2015; M. MONTI, *Tango bond, altro stop alle cedole*, *ivi*, 27 marzo 2015; S. FILIPPETTI, *Citigroup e l'ultima beffa per i truffati della Parmalat*, *ivi*, 11 marzo 2015; A. STEVENSON, I. CASELLI, *Argentina Is in Default, and Also Maybe in Denial*, in *The New York Times*, 31 luglio 2014; M. PELLEGRINI, *Financial Derivatives. Regulation and Disputes in the Italian Legal Order*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, p. 373 ss.; D. SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, p. 45 ss.; F. CAPRIGLIONE, *I prodotti “derivati”: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, p. 359 ss.

²⁸³ Per porre un rimedio a tale situazione, la Commissione europea ha diffuso la Comunicazione "Guidare la ripresa in Europa" (4 marzo 2009), con cui la stessa si impegnava a presentare - sulla base di una relazione sui derivati e su altri prodotti strutturati complessi - iniziative idonee ad aumentare la trasparenza e ad affrontare i problemi connessi all’instabilità finanziaria; nonché la Comunicazione “Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi” (3 luglio 2009), riguardante l’analisi del ruolo ricoperto dai derivati nella crisi finanziaria, dei benefici e dei rischi associati a questo tipo di mercato e dei mezzi per ridurre i rischi individuati. Tutto ciò ha fatto sì che i *leader* internazionali riunitisi nel G20 - prima a Pittsburgh nel settembre 2009 e poi a Toronto nel giugno 2010 - convogliassero la propria attenzione nel rafforzamento del sistema finanziario inteso in un’ottica complessiva. Nello specifico, durante il Vertice G20 di Pittsburgh del 2009, cercando di rendere più sicure le transazioni sul mercato dei derivati, si è convenuto che, al massimo entro la fine del 2012, tutti i contratti derivati OTC standardizzati avrebbero dovuto essere negoziati in borsa (o, se del caso, su piattaforme elettroniche di negoziazione e compensati mediante controparti centrali) e che i contratti derivati OTC avrebbero dovuto essere segnalati agli enti competenti a raccogliere i dati sulle negoziazioni. Infine, per i contratti non compensati a livello centrale venne previsto il soddisfacimento di requisiti patrimoniali più elevati. Nel giugno 2010, invece, durante gli incontri del G20 a Toronto venne riaffermato un tale impegno ed i presenti convenirono di accelerare l’attuazione di misure normative più stringenti per accrescere la trasparenza, ma soprattutto il controllo, in modo omogeneo ed uniforme a livello internazionale, dei derivati negoziati al di fuori dei listini ufficiali. I. BUFACCHI, *Una polizza per i BTP*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 luglio 2015; W. RIOLFI, *Mercati «volatili», anzi manipolati*, *ivi*, 6 giugno 2015; G. ODDO, *Crack Parmalat, maxi-processo per riciclaggio*, *ivi*, 29 maggio 2015; D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, p. 779 ss.; V. PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema della efficacia delle regole informative*, in *Contr. e impresa*, 2010, p. 505 ss.

procedurale), a condizione, però, che le procedure nazionali non siano meno efficaci di quelle che riguardano ricorsi analoghi di natura interna (principio di equivalenza) e che non rendano eccessivamente difficile – se non impossibile - l’esercizio del diritto conferito (principio di effettività). E’ evidente, quindi, come la revisione non ha costituito solo un mero adattamento delle disposizioni all’evoluzione del contesto economico, ma ha rappresentato una significativa opportunità per consolidare il ruolo del mercato interno e per riguadagnare la fiducia degli investitori, gravemente danneggiata dalla stessa crisi.

Vi è da dire, infine, che queste nuove priorità sono il frutto di un dibattito sulle cause della crisi finanziaria, che si è imposto su entrambi i lati dell'Atlantico e che ha portato alla strutturazione di nuovi organismi – insieme alla riorganizzazione di quelli già esistenti – per intervenire sui mercati in un’ottica di monitoraggio ed attenzione ai rischi sistemici²⁸⁴. Ed è stato proprio durante gli anni della crisi che gli emittenti - ma soprattutto gli investitori- sono diventati più impegnati, anche in termini di pressione politica, affinché i governi si adoperassero in riforme che avessero ad oggetto i mercati finanziari (in particolare, numerose sono state le pressioni di riforma legislativa che hanno riguardato gli strumenti derivati²⁸⁵). Dunque, un importante numero di consultazioni pubbliche è stato avviato, sia a livello comunitario che internazionale, per rispondere alle insistenti richieste, presentate dagli attori del mercato, di evitare che le innovazioni si risolvessero in interventi circoscritti e mirati che andassero a beneficio esclusivo di determinati emittenti (e relativi investitori)²⁸⁶; l’obiettivo che, invece, avrebbe dovuto accompagnare il progetto di innovazione legislativa era quello di disincentivare gli operatori del mercato a tenere quei comportamenti pre-crisi, evitando così di innescare i medesimi meccanismi che avevano creato sul mercato patologiche situazioni²⁸⁷. E, non a caso, proprio all’indomani della recente crisi, il settore maggiormente preso di mira sotto questo punto di vista è stato quello della finanza strutturata, che è stata ampiamente identificata tra le cause principali dei tracolli del mercato²⁸⁸. Si è sostenuto, infatti, che questi tipi di meccanismi hanno privato gli investitori dell’Eurozona delle fondamentali fonti diversificate di finanziamento, riducendo drasticamente la possibilità per questi ultimi di

²⁸⁴ M. MONTI, *Rischio bolla per i bond cinesi*, in *Il Sole 24 Ore*, 6 giugno 2015; G. FERRARINI, P. GIUDICI, cit. (nt. 2), p. 32 ss.

²⁸⁵ O. WYMAN, *The real financial crisis: Why financial intermediation is failing. State of the financial service industry report 2012*, Marsh & McLennan Companies, New York, 2012.

²⁸⁶ M. MARI, *Fondi esteri, richiamo Consob: «Pieno rispetto della Mifid»*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 luglio 2015.

²⁸⁷ S. MAIJOOR, *Speech: Investor Protection and an integrated EU-Capital Market*, conferenza *Better Finance for All – International Investor’s Conference 2014: Shareholder Rights in Europe 2020*, Wiesbaden, Germania, 9 dicembre 2014.

²⁸⁸ *Macro-prudential analysis and intellectual challenge*, in *Summary of the Turner Review*, 18 Marzo 2009, 10 ss., disponibile su www.cicero-europe.com.

ripartire adeguatamente i rischi dei loro investimenti²⁸⁹.

Negli ultimi due decenni diversi eventi hanno colpito il processo di integrazione finanziaria europea. Tra queste, le riforme "reciproco riconoscimento", il pacchetto FSAP, l'introduzione dell'euro e la recente crisi finanziaria sono importanti traguardi. Più di recente, la crisi finanziaria ha cambiato il vecchio paradigma dell'integrazione finanziaria, cioè i mercati finanziari sono integrati quando la legge del prezzo unico tiene, in modo da funzionare meccanismi di arbitraggio²⁹⁰. Questo non è vero in tutte le circostanze. In realtà, tuttavia, il funzionamento del meccanismo di arbitraggio può affrontare impedimenti economici, giuridici e politici, ad es. Fine garanzie implicite tra Stati membri o ring-fencing di liquidità. Di conseguenza, abbiamo appreso dalla crisi dell'area dell'euro che l'integrazione potrebbe semplicemente riflettere una convergenza temporanea del rischio. Di conseguenza, il grado di integrazione finanziaria dipenderà dal numero di circostanze in cui la legge del prezzo unico terrà. La composizione dei flussi di capitale transfrontalieri (e la capacità di assorbire gli shock) ha pertanto un ruolo cruciale nell'integrazione finanziaria. L'introduzione dell'euro è il punto chiave della maggior parte della recente letteratura empirica sull'integrazione finanziaria europea. Alcuni dati dimostrano che, prima dell'introduzione dell'euro, gli effetti dei paesi hanno dominato i rendimenti azionari, mentre dopo l'introduzione degli effetti dell'industria dell'euro erano più forti, soprattutto per i paesi che avevano meno legami economici con i paesi confinanti²⁹¹. L'eliminazione del rischio di cambio e, in parte, la maggiore convergenza normativa post-FSAP sono i principali canali attraverso i quali l'euro ha inciso sull'integrazione finanziaria²⁹². Questo processo ha anche portato ad una riduzione del costo del capitale ²⁹³, principalmente tramite mercati obbligazionari (cfr. Le seguenti sezioni). Secondo Spiegel (2009) ²⁹⁴, l'euro ha sostanzialmente messo in equilibrio il merito creditizio delle banche tra i paesi che hanno aderito all'unione monetaria, aumentando così i prestiti interbancari transfrontalieri, mentre i

²⁸⁹ J. HILL, *Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union*, Commissione Europea, 26 settembre 2014, disponibile su www.europarl.europa.eu.

²⁹⁰ JAPPELLI, MENICHINI, PADULA, PAGANO, *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, CSEF Working Paper, Università di Salerno, 2002.

²⁹¹ EILING, GERARD, DE ROON, *Euro-zone equity returns: country versus industry effects*, in *Review of Finance*, V. 16, No. 3, 2012, pp. 755-798.

²⁹² KALEMLI-OZCAN, PAPAIOANNOU, PEYDRÓ, *What lies beneath the euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade?*, in *Journal of International Economics*, V. 81, No. 1, 2010, pp. 75-88.

²⁹³ LANE, *EMU and Financial Integration*, IIS Discussion Paper, No. 272, December 2008; FREIXAS, HARTMANN, MAYER, *The Assessment: European Financial Integration*, in *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, No. 4, 2004.

²⁹⁴ SPIEGEL, *Monetary and financial integration in the EMU: push or pull?*, in *Review of International Economics*, V. 17, No. 4, 2009, pp. 751-776.

mercati dei valori mobiliari sono stati solo leggermente colpiti²⁹⁵. Di conseguenza, l'integrazione finanziaria in Europa e in particolare nell'area dell'euro è stata guidata principalmente dal mercato interbancario non garantito, e non tanto dalle transazioni finanziarie transfrontaliere diffuse in strumenti finanziari o addirittura dall'integrazione nei mercati creditizi sottostanti²⁹⁶. In effetti, l'introduzione della moneta unica ha facilitato la circolazione del capitale tra le banche, in particolare attraverso un'infrastruttura di pagamento comune (cd "Trasferimento espresso automatico transeuropeo in tempo reale automatico transeuropeo" o TARGET) e l'unificazione di Politiche monetarie (e quindi disposizioni di liquidità²⁹⁷). I prestiti alle istituzioni finanziarie monetarie non monetarie (MFI) sono cresciute costantemente, soprattutto dopo l'introduzione della moneta unica, passando da oltre il 30% nel 1999 a circa il 45% nel 2007, prima di ripiegare dopo la crisi del 2008 (cfr. Figura 3.22). In effetti, la liquidità interbancaria tende a frammentarsi piuttosto rapidamente durante i periodi di stress sistemico, come nelle recenti crisi finanziarie e sovrane²⁹⁸.

I mercati azionari secondari hanno subito molti cambiamenti negli ultimi anni grazie alla graduale integrazione delle norme europee sulla trasparenza e sulla struttura del mercato. Nell'ambito del FSAP, il mercato degli strumenti finanziari (o MiFID, 2004/39) ha aperto il mercato dei servizi di investimento, in particolare nel settore delle attività del mercato secondario gestite da sedi di scambi alternativi.⁴⁹ Rimuovendo la regola della concentrazione, si sono sviluppate attività paneuropee di mercato secondario. Altre misure, come la direttiva sul mercato abuso (MAD; 2004/72), la direttiva sui prospetti (2003/71) e la direttiva sulla trasparenza (2004/109), hanno contribuito a superare alcune frizioni informative che impedivano il commercio secondario transfrontaliero. Anche se c'è più da fare per superare la placatura d'oro degli Stati membri. Questi sviluppi normativi sono venuti in un ambiente che stava già spingendo verso il consolidamento, poiché la tecnologia consente la separazione tra la posizione fisica del commercio e l'atto di esecuzione di un commercio, riducendo così le preoccupazioni della stabilità finanziaria²⁹⁹. Mentre la capitalizzazione di mercato è vicina o già raggiunta i livelli pre-crisi, il valore della quota scambiata e il fatturato totale sono solo in

²⁹⁵ LANE, *EMU and Financial Integration*, IIS Discussion Paper, No. 272, December 2008.

²⁹⁶ See JAPPELLI, PISTAFERRI, *Financial integration and consumption smoothing*, in *Economic Journal*, V. 121, June 2011, pp. 678–706 for evidence regarding the Italian market.

²⁹⁷ HARTMANN, MADDALONI, MANGANELLI, *The Euro-Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives*, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 19, No. 1, 2003.

²⁹⁸ GARCIA DE ANDOAIN, HOFFMANN, MANGANELLI, *Fragmentation in the Euro overnight unsecured money market*, in *Economics Letters*, V. 125, No. 2, November 2014, pp. 298–302.

²⁹⁹ AGGARWAL, DAHIYA, *Demutualization and public offerings of financial exchanges*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 18, No. 3, 2006, pp. 96-106. Per una revisione VALIANTE, LANNOO, *MiFID 2.0: Casting New Light on Europe's Capital Market*, CEPS Task Force Report, CEPS, Brussels, 2011.

crescita. La Cina ha mostrato una tendenza diversa, che ha raggiunto un picco storico nel 2014 ma Potrebbero essere scese sotto questo livello con il crollo dei mercati azionari intorno alla metà del 2015.

Il rallentamento del valore delle azioni negoziate potrebbe essere, da un lato, solo temporaneo e uno sviluppo normale dopo una grave crisi finanziaria che ha imposto enormi perdite sul sistema finanziario che ora è guarito. D'altra parte, il sistema finanziario potrebbe anche entrare in un nuovo equilibrio stabile causato da una combinazione di sviluppi del mercato e azioni regolatorie, che stanno mettendo liquidità nei mercati finanziari globali sotto un forte sforzo³⁰⁰.

Anche il fatturato si sta lentamente riprendendo, ma il divario tra l'Europa e gli Stati Uniti non si sta riducendo. Le attività secondarie del mercato azionario statunitense sono di circa cinque volte maggiori rispetto a quelle dei mercati europei. Maggiore liquidità può quindi sostenere le società con finanziamenti a buon mercato e, in particolare, offrire "facile" uscita per investimenti in capitale di rischio e di capitale di rischio.

La mancanza di efficienza e la frammentazione lungo i confini nazionali dei mercati secondari solleva legittime domande sulla qualità del mercato e sulla sostenibilità dell'attuale microstruttura del mercato basato su un modello di asta che fornisce incentivi per spingere la tecnologia ai limiti con continui rischi di interruzioni del mercato.

Infine, per mettere in evidenza i mercati da questo punto morto di mercati a livello nazionale, in quanto la liquidità si attesta intorno al mercato in cui sono emessi strumenti, si devono considerare nuove iniziative audaci per aprire il mercato transfrontaliero per l'emissione primaria di strumenti di capitale che rimane. Un ostacolo fondamentale per migliorare anche la qualità e l'integrazione dei mercati secondari azionari. La creazione di un'infrastruttura informativa solida e comune per la scoperta dei prezzi potrebbe essere un gioco di gioco.

Ciò ha portato, come anticipato, a un nuovo testo di legge, la Direttiva MiFID II, ed alla predisposizione del conseguente nuovo regolamento attuativo (il c.d. Regolamento MiFIR - n. 648/2012). La prima è intervenuta specificamente in materia di servizi di investimento, procedura e requisiti autorizzativi, regole di negoziazione, requisiti di *governance* interna ed esterna delle imprese di investimento e sedi di negoziazione. Come si evince, l'obiettivo ultimo di questa revisione è stato l'estensione dell'ambito di applicazione ad ulteriori opportunità di negoziazione per arrivare a comprendere una gamma sempre più ampia di

³⁰⁰ PWC, *Global financial markets liquidity study*, Study commissioned by IIF and GFMA, August 2015 reperibile su www.iif.com/publication/regulatory-report/pwc-global-financial-markets-liquidity-study.

strumenti e di sedi³⁰¹.

Il Regolamento MiFIR, invece, istituisce regole comuni applicabili in via diretta in tutti gli Stati Membri e verte principalmente sulla negoziazione obbligatoria degli strumenti derivati, sulla divulgazione di dati, sulla trasparenza del commercio e sull'accesso non discriminatorio alle sedi di negoziazione³⁰².

Il programma iniziale prevedeva il recepimento della Direttiva entro 2 anni dalla sua pubblicazione in G.U.C.E., mentre il regolamento sarebbe dovuto essere applicato dagli Stati Membri entro 32 mesi dalla sua entrata in vigore (a condizione che venissero adottate le misure di esecuzione previste) e fatta salva l'immediata applicazione di alcune specifiche disposizioni. Nel 2015, però, diversi soggetti (sia operatori del mercato, che regolatori nazionali) hanno lamentato che i tempi di attuazione fossero decisamente compressi e, per questo motivo, hanno chiesto, avallati dall'ESMA, che l'entrata in vigore delle discipline nazionali di recepimento della Direttiva Mifid II slittassero di un anno (quindi almeno al 2018). Tale posticipazione dovrebbe consentire, principalmente agli emittenti, di arrivare preparati all'imposizione di nuove regole in tema specialmente di comunicazione alla clientela³⁰³.

Nel proporre i nuovi testi, la Commissione ha ricordato che la MiFID ha mantenuto un elevato livello di concorrenza tra gli Stati Membri, garantendo però una più profonda integrazione tra gli stessi, ha reso più ampia la scelta degli investitori e – aspetto da non sottovalutare – ha garantito una diminuzione dei costi di ogni transazione³⁰⁴. Allo stesso tempo, però, la Commissione ha evidenziato alcune difficoltà: è stato rilevato, infatti, che i

³⁰¹ G. A. FERRARINI, P. SAGUATO, *Reforming Securities and Derivatives Trading in the EU: From EMIR to MIFIR*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2013, 13, p. 319 ss.; D. VALIANTE, K. LANNOO, *MiFID 2.0: Casting New Light on Europe's Capital Markets. Report of the ECMI-CEPS Task Force on the MiFID Review*, Centre For European Policy Studies, Bruxelles, 2011.

³⁰² G. A. FERRARINI, P. SAGUATO, cit. (nt. 16).

³⁰³ Alcune iniziative rilevanti e convergenti in questo senso sono state la *task force* IOSCO/Basilea (*EU Commission, Banking and finance, Simple, Transparent and Standardised ("STS") Securitisations, Public Consultation* 18.02.2015), volta a definire i criteri per identificare dei modelli di cartolarizzazione semplice, trasparente e comparabile (CBVB, IOSCO 2014); per altro va ricordato che un trattamento differenziato di cartolarizzazione che soddisfa i criteri STS era già stato introdotto dal Regolamento Solvency II (Regolamento UE 2015/35) e dal Regolamento *Liquidity Coverage Ratio* (Regolamento UE 575/2013), che vengono applicati rispettivamente ad assicurazioni e banche in qualità di investitori in cartolarizzazione. Merita menzione, inoltre, l'iniziativa dell'Autorità Bancaria Europea (*European Commission, Action Plan on Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 468 final, Bruxelles, 30.9.2015), come attività di consulenza per la Commissione sui criteri di cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata al fine di applicare un approccio prudenziale e più sensibile al rischio (EBA 2015).

³⁰⁴ T. FOUCAULT, A. MENKVELD, *Competition for order flow and smart order routing systems*, in *Journal of Finance*, 2008, 63; M. TISON, *The Civil Law Effects of MiFID in a Comparative Law Perspective*, in *Financial Law Institute Working Paper No. WP 2010-05*, p. 10 ss.; S. GRUNDMANN, Y.M. ATAMER, *European Contract Law and Banking Contracts after the Financial Crisis: Challenges for Contracting and Market Transactions*, in Id., *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law: Failure and Challenges of Contracting*, Kluwer Law International, Londra, 2011, p. 28.

benefici della concorrenza non venivano fruiti in ugual misura da tutti gli attori del mercato e, alle volte, gli utenti finali non ne beneficiavano per nulla³⁰⁵; il tutto in una situazione, in cui la frammentazione del mercato aveva reso i meccanismi della negoziazione sempre più strutturati e complessi³⁰⁶.

In quest'ottica, quindi, le direttive MiFID diventano il tassello di un quadro legislativo e regolamentare più ampio che riguarda l'intermediazione finanziaria complessivamente intesa, punto di partenza importante per assicurare che la revisione della MiFID I mantenga coerenza nel contesto delle altre leggi e regolamenti in materia, al fine di creare un regime compiuto ed armonizzato per tutti i servizi di investimento. Infatti, mentre il progetto iniziale di revisione si era limitato a rafforzare le norme di comportamento e a procedere all'aggiornamento delle colonne portanti della struttura legislativa, diversi sono stati i fattori (ad esempio maggiore trasparenza, tutela degli investitori e stabilità dei mercati) che hanno imposto una più ampia modifica della direttiva; è emersa in numerosi dibattiti, infatti, la necessità di un'unica strategia europea idonea ad affrontare i fallimenti dei mercati, ripristinare la fiducia degli investitori, dare uno slancio a tutti i numerosi mercati interni per renderli più dinamici e competitivi al fine di favorire anche le transazioni transfrontaliere³⁰⁷. Un tentativo della Commissione, quindi, di fornire all'Unione Europea strumenti efficienti per rimanere al passo con le sfide che l'Unione monetaria ed il mercato unico integrato dei servizi finanziari hanno proposto, considerato che sono state proprio le barriere economiche, giuridiche e sociali tra gli Stati Membri (una fra tutte, i differenti regimi di tassazione) che hanno rallentato la creazione di una vendita diretta al consumatore nel mercato finanziario paneuropeo³⁰⁸.

Un aspetto specifico del dibattito, che – tra gli altri – è emerso, concerne il fatto che la tutela degli investitori prevista all'interno della legislazione rischia non solo di imporre costi ingenti sugli stessi investitori - a tutto vantaggio dunque delle imprese di investimento -, ma in molti casi ha anche mancato di soddisfare le promesse di rendimento che un investimento

³⁰⁵ LE GUIDE DELLA BANCA D'ITALIA, *Il Credito ai consumatori in parole semplici*, 2013.

³⁰⁶ G. A. FERRARINI, P. SAGUATO, cit. (nt. 16).

³⁰⁷ G. VEGEZZI, *Le banche estere rassicurano: l'Italia attira sempre più capitali*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 luglio 2015; *Investimenti e paure degli italiani*, *ivi*, 4 luglio 2015; F. CAFAGGI, G. P. MILLER, *The Governance and Regulation of International Finance*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham (UK), 2013, p. 32; G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e regole di validità nel diritto italiano - europeo*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2013, p. 128 ss.; H. DEGRYSE, *Competition between Financial Markets in Europe: What Can Be Expected from MiFID?*, in *Financial Markets and Portfolio Management*, 2009, 23, p. 93 ss.; R. J. HERRING, J. CARMASSI, *The Structure of Cross-sector Financial Supervision*, in *Journal of Financial Markets, Institutions and Instruments*, 2008, 17, p. 51 ss.

³⁰⁸ M. LASTRA, *International Financial and Monetary Law*, Oxford University Press, Oxford, 2015, p. 112-113; A. JOBST, *Asset-Based Funding and Integrated Capital Markets in Europe*, Conferenza ECBC Long-Term Financing & the Capital Markets Union: The Role of Covered Bonds, Bruxelles, 24 febbraio 2015.

ad alto rischio avrebbe dovuto soddisfare. Infatti, come taluno ha sottolineato³⁰⁹, l'efficacia della tutela degli investitori, pur dipendendo principalmente dalla qualità dell'attuazione della disciplina, viene ad essere messa completamente in discussione in caso di assenza di una decisa reazione agli abusi perpetrati durante le attività di negoziazione degli strumenti finanziari.

La riforme legislative che si sono susseguite, essendo incentrate sul concetto cardine che un investitore informato è anche un investitore protetto, hanno cercato di ridurre le asimmetrie informative – tra il primo e gli intermediari finanziari - quanto più possibile³¹⁰. A livello teorico tale strategia ha trovato numerosi riscontri³¹¹. Purtroppo, però, la prassi ha dimostrato che – per esempio - fornire ad un investitore al dettaglio un prospetto completo e chiedergli di fondare la decisione di investimento unicamente su quel documento risulta una strategia altrettanto inefficace; il prospetto, infatti, richiede una specifica capacità di saperlo leggere e comprendere, sfida che un soggetto non esperto di discipline economiche e finanziarie non è in grado di affrontare. Quindi, di fatto, il piccolo investitore deve, comunque, affidarsi alle soluzioni che l'intermediario propone³¹².

³⁰⁹ V. BAVOSO, *High Quality Securitisation and EU Capital Markets Union – Is it Possible?*, in *Journal of Financial Perspectives*, 1 dicembre 2015; O. O. CHEREDNYCHENKO, *The Regulation of Retail Investment Services in the EU: Towards the Improvement of Investor Rights?*, in *Journal of Consumer Policy*, 2010, p. 408.

³¹⁰ Corte di giustizia delle Comunità europee, *Pikoulas v. Kefalaiagoras*, Case C-430/05, 2007. Così M. FRISONE, *Informazione continua con i clienti*, in *Il Sole 24 Ore Plus*, 11 luglio 2015; P. MACIOCCHI, *Ai clienti informazioni incomplete*, in *Il Sole 24 Ore*, 12 marzo 2015; A. PERRONE, S. VALENTE, *Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts*, in *EBOLR*, 2012, 13, p. 31 ss.; N. MOLONEY, *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, *ivi*, p. 169 ss.; D. ROSSANO, *Le "tecniche cognitive" nei contratto di intermediazione finanziaria*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2011, p. 29 ss.; N. MOLONEY, *How to Protect Investors. Lessons from the EC and from the UK*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, p. 292; F. GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 31 ss.; V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e Impresa*, 2005, p. 896 ss.; R. RUOZI (a cura di), *La tutela del consumatore di servizi finanziari*, EGEA, Milano, 1990; D. CORAPI, *Inside information e insider trading: prospettive di intervento legislativo*, in P. ALVISI, P. BALZARANI, G. CARCANO (a cura di), *L'informazione societaria*, Atti del Convegno internazionale di studi Venezia, 5-7 novembre 1981, Giuffrè, Milano, 1982, p. 694.

³¹¹ A. AGOSTO, R. ROCCA, *I flussi finanziari guidano la stima del rischio-credito*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 agosto 2015; DE POLI, *Note minime su strumenti finanziari e mezzi di tutela dell'investitore*, in www.dirittobancario.it, giugno 2012, p. 8; V. PICCININI, *I rapporti tra banca e clientela. Asimmetria e condotte abusive*, Cedam, Padova, 2008, p. 190 ss.

³¹² *Cultura finanziaria e norme di settore al centro dei corsi*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 luglio 2015; A. CRISCIONE, *Il rischio si affronta meglio con l'aiuto del consulente*, in *Il Sole 24 Ore Plus*, 30 maggio 2015; K. LANNOO, *Which Union for Europe's Capital Markets?*, in *ECMI Policy Brief No. 22*, 13 febbraio 2015; AA.VV., *Financial disclosure, risk perception and investment choices*, in *Quaderni di Finanza – Consob*, 2015, n. 82; G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *Client Protection on European Financial Markets – From Inform Your Client to Know Your Product and Beyond: An Assessment of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 1 luglio 2014; D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, p. 779 ss.; N. MOLONEY, *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, *cit.* (nt. 25), p. 179; U. MORERA, E. MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole... ma soprattutto persone*, in *A.G.E.*, 2012, p. 35; AA.VV., *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le*

2.3 Il ruolo della *Capital Markets Union* e del *Green Paper* del 30 settembre 2015.

La prospettiva della *Capital Markets Union* ha rinvigorito e fornito una nuova prospettiva in tutti i mercati finanziari. Differenti sono i motivi che hanno spinto i diversi attori ad appoggiare un tale tipo di integrazione strutturale delle piattaforme di investimento: ottenere un accesso più agevolato ai finanziamenti per le piccole e medie imprese³¹³ e – di converso – sganciarsi da un modello societario ancora strettamente dipendente dalla concessione di finanziamenti da parte delle banche, il più diffuso in Europa; implementare uno strumento per superare la frammentazione tipica dei mercati dei capitali europei; cogliere l'occasione per armonizzare alcuni istituti e fattispecie legislative, la cui uniformazione non è ancora stata affrontata a livello europeo (come, ad esempio, la cartolarizzazione); infine, non manca chi vede in questo progetto un'opportunità per la creazione di una autorità di controllo con funzioni assimilabili a quelli della “*Securities and Exchange Commission*” americana per i mercati dei valori mobiliari e che potrebbe arrivare a svolgere un ruolo analogo a quello della Banca Centrale Europea per l'Unione Bancaria³¹⁴.

Non può, però, mancarsi di evidenziare che, nonostante anni di innovazioni legislative tese ad armonizzare la regolamentazione e a dotare i Paesi Membri di una moneta unica, ad oggi i mercati dei capitali europei si presentano ancora frammentati³¹⁵. Certamente, la recente crisi finanziaria ha inciso negativamente sul percorso di uniformazione, ciò non toglie però che – ad esempio - molti operatori di mercato continuano ad essere inseriti in un meccanismo di integrazione esclusivamente verticale e non trasversale³¹⁶, ciò probabilmente anche in ragione del fatto che organismi legittimati di coordinamento a livello europeo sono emersi solo negli ultimi dieci anni e che i più potenti intermediari finanziari sono spesso legati agli Stati Uniti d'America (quindi soggetti ad una disciplina regolamentare fortemente diversa da

Autorità, in *Quaderni di Finanza - Consob*, 2011, n. 68, p. 6; N. LINCiano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di Finanza - Consob*, 2010, n. 66, p. 4 ss.; I. CHIU, *Securities Intermediaries in the Internet Age and the Traditional Principal-Agent Approach Model of Regulation: Some Observations from European Union Securities Regulation*, in *Virginia Business and Law Review*, 2007, p. 307; J. VILLAR BURKE, cit. (nt. 5).

³¹³ COMMISSIONE EUROPEA, *Green paper. Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 63 final; D. VALIANTE, K. LANNOO, cit. (nt. 16). R. GUIDA, R. MASERA, *Does one size fit all? Basel rules and SME financing*, Il Mulino, Bologna, 2014.

³¹⁴ N. ANDERSON, M. BROOKE, M. HUME, M. KÜRTÖSIOVÁ, *A European Capital Markets Union: implications for growth and stability*, in *Financial Stability Paper No. 33*, Bank of England, 2015, p. 3 ss.; K. LANNOO, cit. (nt. 27).

³¹⁵ E., *The Structure of Financial Supervision in Europe: About single, twin peaks and multiple financial supervisors*, in *EBOR*, 2007, 8, p. 237 ss.

³¹⁶ COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets*, Bruxelles, 18 febbraio 2015, SWD(2015) 13 final.

quella europea ed operanti in un ambiente economico, la cui struttura ed il cui funzionamento – soprattutto per politiche economiche e regole fiscali - non sono paragonabili a quelli degli Stati europei)³¹⁷.

Va ricordato, però, che la CMU, per entrare in piena attività, richiede la strutturazione di un'organizzazione molto complessa ed è verosimile che occorreranno alcuni anni prima che i diversi organismi competenti riescano a diventare pienamente funzionanti e lavorare in modo efficiente, ma soprattutto coordinato (risulta, infatti, di immediata percezione come il mal funzionamento di un anello della catena si può ripercuotere facilmente su tutto il resto)³¹⁸. Le previsioni più ottimistiche, invero, riportano che la maggior parte delle regolamentazioni contenute nella disciplina prevista dalla CMU riuscirà ad entrare in vigore – almeno sulla carta - nel 2019; però, la grande sfida sul campo sarà quella di riuscire ad assicurare la contemporanea esistenza - sia a livello orizzontale che verticale - degli enti istituzionali e degli intermediari finanziari (cosa che implica integrare la disciplina di diritto pubblico con quella di diritto privato), così da arrivare a ridurre la dipendenza di piccole e medie imprese dall'esclusivo finanziamento bancario³¹⁹. La portata dell'impresa ben si evince, infine, se si considera che la frammentazione riguarda centri finanziari di dimensioni ed organizzazione differenti e non tutte in grado di reagire in maniera omogenea alle medesime sollecitazioni di innovazione legislativa³²⁰. Numerosi sono poi gli autori, che sottolineano l'importanza del coordinamento delle regole proprie del sistema europeo con quelle degli Stati Uniti d'America (principalmente tra il Dodd-Frank Act e il Regolamento EMIR)³²¹.

Sicuramente aperta a questo punto rimane la questione del monitoraggio sul funzionamento della CMU e sul ruolo che l'*European Single Rulebook* ha al riguardo³²².

³¹⁷ J. PELKAMS, M. SIMONCINI, *Mellowing Meroni: How ESMA can help build the single market*, CEPS, Bruxelles, 2014; F. COLOMBINI, *La crisi finanziaria e la riforma Obama*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2010, p. 201 ss.

³¹⁸ J. VILLAR BURKE, A. BORIS, A. SANCHEZ, *An Overview of the European Financial System*, in European Commission, *European Financial Stability and Integration Review*, 27 aprile 2015, p. 10 ss.; N. ANDERSON, M. BROOKE, M. HUME, M. KÜRTÖSIÓVÁ, cit. (nt. 29).

³¹⁹ COMMISSIONE EUROPEA, High-level Conference *Financing for Growth – Towards a Capital Markets Union*, Bruxelles, 6 novembre 2014, e, in particolare, J. HILL, Speech: *Capital Markets Union - Finance Serving the Economy*, J. DE LAROSIERE, Speech: *Finance for Growth - Toward a Capital Markets Union*, R. GUALTIERI, Speech: *Conference Finance for Growth*, D. SCANNAPIECO, Speech *Conference on Finance for Growth*, S. MAIJOOR, Speech: *Capital Markets Union – Building Competitive, Efficient Capital Markets Trusted by Investors*. Si vedano, inoltre, Y. MERSCH, Speech: *Capital Markets Union – The 'Why' and the 'How'*, High Level Workshop EBI-IMF, Bruxelles, 22 ottobre 2014 e N. VERON, *Defining Europe's Capital Markets Union*, Bruegel Policy Contribution, 12 novembre 2014.

³²⁰ ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE, *Funding for the EU Economy: The Role of Financial Markets*, 2014 disponibile su www.afme.eu; EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, *Is Europe Overbanked?*, 2014 disponibile su www.esrb.europa.eu.

³²¹ M. TISON, cit. (nt. 19).

³²² EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Discussion Paper on simple standard and transparent securitisations*, 14 ottobre 2014 disponibile su www.eba.europa.eu.

Quest'ultimo strumento, infatti, ha il precipuo obiettivo di emanare una serie di regole prudenziali in materia di legislazione bancaria, a cui tutti gli emittenti che operano sul territorio dell'Unione devono attenersi; peraltro, è opinione condivisa che esso non sia da solo sufficiente a garantire il controllo dei meccanismi di integrazione dei servizi di finanziamento (che a livello europeo possono fungere da alternativa a quello bancario e contribuire, così, a sostenere le imprese assicurando un appropriato flusso del credito e riducendo in tal modo la vulnerabilità della struttura economica agli *shock* finanziari). A questo particolare aspetto, in diversi periodi storici, non è stata forse prestata la dovuta attenzione, al punto da arrivare negli ultimi anni ad avere un'organizzazione, non solo non coordinata tra i vari enti supervisor (sia a livello orizzontale che verticale), ma soprattutto con pochissimi poteri a livello centrale (europeo) e molti, invece, demandati alle autorità nazionali³²³. Tali condotte hanno, talvolta, addirittura portato all'istaurazione di un meccanismo concorrenziale tra le diverse giurisdizioni dei Paesi Membri; un meccanismo che, come è facile immaginare, frequentemente tende ad assicurare una maggiore autonomia e snellezza dei poteri e delle competenze in capo alle autorità di vigilanza nazionali, con ovvie possibili ripercussioni negative sulla percezione da parte dei (soprattutto piccoli) investitori della sicurezza del mercato in generale e degli investimenti transfrontalieri in particolare³²⁴.

Per sopperire a tale tipo di rischio, ad esempio, la struttura dell'Unione Bancaria ha introdotto un sistema di supervisione noto come il "Meccanismo di Vigilanza Unico" (SSM)³²⁵, al fine di rafforzare la vigilanza prudenziale degli enti creditizi nell'Eurozona; in questo modo i compiti essenziali di vigilanza prudenziale del settore bancario europeo sono ora per la prima volta eseguiti, a livello transnazionale, dalla Banca Centrale Europea³²⁶.

E' interessante, dunque, notare come, in contrasto con l'obiettivo politico chiaramente affermato nella *Banking Union*, il recente Libro Verde suggerisce, invece, una risposta più ampia, complessa ed articolata, assecondando la tendenza degli stessi mercati³²⁷. Per completezza, infine, va sottolineato che, a differenza, però, dell'Unione Bancaria, la CMU troverà applicazione in tutti gli Stati Membri e – almeno sulla carta - non implica necessariamente una spinta verso una supervisione centralizzata ed istituzionalmente

³²³ J. ALLARD, R. BLAVY, *Market Phoenixes and Banking Ducks Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems?*, International Monetary Fund, 2011.

³²⁴ W. CHRISTIE, P.H. SCHULTZ, *Why do NASDAQ market makers avoid odd-eighth quotes?*, in *The Journal of Financial*, 1994, 49, p. 1813 ss.

³²⁵ *Single Supervisory Mechanism*, divenuto operativo il 4 novembre 2014, è un sistema europeo di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi; comprende la BCE e le autorità di vigilanza nazionali dei paesi partecipanti.

³²⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Green paper on Shadow Banking*, COM(2012) 102 final.

³²⁷ V. COLAERT, *European Banking, Insurance and Investment Services Law: Cutting Through Sectoral Lines?*, in *Common Market Law Review*, 27 settembre 2015.

coordinata dei mercati dei capitali³²⁸.

Sempre sul lato della legislazione bancaria, la “*Bank Recovery and Resolution Directive*” (BRRD)³²⁹ ha costituito un ulteriore strumento di sviluppo (oggi diventato pilastro essenziale) del Mercato Unico, che ha seguito proprio l’entrata in vigore dell’Euro. La *ratio* sottesa a questa disciplina è che da un punto di vista di legislazione nazionale, la perdita della sovranità bancaria dovrebbe garantire la concreta possibilità per banche ed imprese di accedere a tutto il mercato europeo dei capitali, appunto nel quadro della *Capital Markets Union*.

Infatti, la maggiore integrazione dei mercati dei capitali, come indicato dalla Commissione Europea nel recente Libro Verde³³⁰, mira ad ampliare l’accesso ai finanziamenti a lungo termine, in particolare per le imprese di piccole dimensioni. A questo punto, quindi, il ruolo delle autorità di vigilanza nazionali assume una posizione ancora più centrale, in quanto è loro demandato il compito di coadiuvare la BCE nella preparazione, ma soprattutto nell’attuazione di tutte le attività connesse all’esercizio dei suoi poteri, tra le quali – ad esempio - la valutazione periodica degli andamenti degli istituti di credito che svolgono la propria attività sul territorio di quello Stato³³¹. In altre parole, dopo la prima necessaria autorizzazione della BCE a svolgere attività bancaria, la maggior parte dei compiti di vigilanza rimangono in capo agli organi di controllo nazionali. Ciò non toglie, ovviamente, che la BCE possa in qualsiasi momento decidere di assumere ed esercitare tutti i poteri rilevanti per uno o più determinati istituti in questione³³².

Il discorso assume un peso ancora maggiore con riferimento agli istituti di dimensioni (e cumulo di attività) ridotte; in tali ambienti, infatti, i compiti ed il grado di autonomia delle

³²⁸ B. HAAR, *From Public Law to Private Law: Market Supervision and Contract Law Standards*, in S. GRUNDMANN, Y.M. ATAMER, *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law: Failure and Challenges of Contracting*, cit. (nt. 19), p. 274; N. REICH, *The Interrelation between Rights and Duties in EU Law: Reflections on the State of Liability Law in the Multilevel Governance System of the Union: Is There a Need for a More Coherent Approach in European Private Law?*, in *Oxford Journals. Law Yearbook of European Law*, 2010, 29, p. 112 ss.

³²⁹ Il 16 novembre 2015 sono stati pubblicati in Gazzetta Ufficiale i due Decreti Legislativi (Decreto Legislativo n. 180 e Decreto Legislativo n. 181) di attuazione della Direttiva 2014/59/UE (la “*Bank Recovery and Resolution Directive*” o “BRRD”) (cfr. contenuti correlati). Il D.Lgs. 180/2015 (il “Decreto BRRD”) recepisce principalmente le previsioni della BRRD sulla risoluzione, mentre il secondo decreto (il “Decreto Modifiche”) modifica il Testo unico bancario (d.lgs. 1 settembre 1993 n. 385; “TUB”) e il Testo unico della finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58; “TUF”) al fine di recepire le previsioni della BRRD sui piani di risanamento e introdurre ulteriori modifiche connesse al nuovo regime della risoluzione. C. P. BUTTIGIEG, *Governance of Securities Regulation and Supervision: Quo Vadis Europa?*, in *Columbia Journal of European Law*, 9 febbraio 2015.

³³⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Green paper. Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 63 final. C. GURDGIEV, *Summary of Comments on the European Commission Green Paper ‘Building a Capital Markets Union’*, presentato alla Oireachtas Joint Committee on Finance, Public Expenditure and Reform, Dublino, 31 marzo 2015.

³³¹ E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Utet, Torino, 2010.

³³² B. DE MEESTER, *Liberalisation of Trade in Banking Services: An International and European Perspective*, Cambridge University Press, Cambridge, 2014, p. 17.

autorità di vigilanza nazionali si estendono decisamente oltre, diventando più pregnanti ed effettuando un controllo sostanzialmente mirato e diretto³³³.

Peraltro, tutto quanto sinora detto va considerato anche alla luce di ulteriori fattori che potrebbero essere in grado di incidere sugli esiti positivi che la diversificazione delle fonti di finanziamento per le imprese può produrre. Alcune di tali fonti (ad esempio, alcuni investitori istituzionali o gruppi di investitori al dettaglio) potrebbero magari tendere a fornire finanziamenti altamente volatili, soggetti ad un elevato rischio di inversione di tendenza, ad uscite anticipate e simili³³⁴. Tale volatilità è in grado di produrre, nel lungo termine, diverse possibili conseguenze: nei periodi, in cui vi è grande liquidità nei mercati, gli investitori al dettaglio (così come probabilmente alcuni investitori istituzionali) tenderanno a sostenere investimenti di lungo periodo; tuttavia, quando i mercati cominceranno ad oscillare, gli stessi investitori, dal momento che la loro avversione al rischio tenderà ad aumentare, verosimilmente propenderanno fortemente ad aumentare la produttività dei loro investimenti nel breve periodo, allo scopo di divincolarsi dal rapporto ed uscirne quanto prima. Quindi, se le fonti alternative al sistema bancario dovessero diventare uno strumento diffusamente utilizzato da piccole e medie imprese e se queste operazioni venissero considerate su grandi numeri, potrebbero anche portare a ripetute oscillazioni degli andamenti dei mercati che, a lungo andare, potrebbero indurre i piccoli investitori finanche a diffidare di tali fonti alternative e, dunque, ad una minore volontà di fruizione delle stesse proprio quando queste ultime si fossero rese necessarie al pari di quelle bancarie³³⁵.

Si ritiene, comunque, opportuno sottolineare che le fonti alternative di finanziamento del mercato delle piccole e medie imprese dovrebbero integrare, e non completamente sostituire, il ruolo delle banche in questo ambito³³⁶. In particolare, le banche certamente continueranno a svolgere un ruolo fondamentale in termini, per esempio, di consulenza finanziaria per i richiedenti mutui di medie dimensioni, così come per opportunità di investimento per gli investitori istituzionali e *retail*. Garantire un sistema bancario sano e robusto, in grado di fornire credito e sostenere la crescita economica resterà, pertanto, il primo obiettivo, nonostante una forte spinta verso la diversificazione delle fonti di finanziamento prevista

³³³ G. A. FERRARINI, P. SAGUATO, *Regulating financial market infrastructures*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, 2014, n. 259; H. SHEFRIN, *Do Investors Expect Higher Returns from Safer Stock than from Riskier Stocks?*, in *Journal of Psychology & Financial Markets*, 2002, 2, p.176 ss.

³³⁴ D. KAHNEMAN, A. TVERSKY, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, in *Econometrica*, 1979, 47, p. 263 ss.

³³⁵ S. L. SCHWARCZ, *Misalignment: Corporate Risk-Taking and Public Duty*, in *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 40*, 2015; M. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, Cedam, 2007.

³³⁶ AA. VV., *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, Princeton University Press, Princeton, 2010.

dall'implementazione della CMU. Inoltre, le banche continueranno naturalmente a svolgere un ruolo fondamentale nel mercato dei capitali come emittenti, investitori e intermediari. Esse sono state considerate di vitale importanza nella progettazione della struttura della CMU e devono loro stesse contribuire a sostenere lo sviluppo di altre forme di finanziamento. L'istituzione dello SSM è, infatti, stato previsto anche per sostenere il ruolo che le banche possono e devono assumere nel contesto della CMU, al fine di costruire un sistema bancario sano, dal quale si riescano a sradicare le tipiche pratiche protezionistiche proprie dei territori nazionali e a far sì che una tale struttura possa contribuire all'offerta di servizi finanziari transfrontalieri³³⁷.

Lo sviluppo di un vero e proprio mercato europeo dei capitali, nell'ambito di un ecosistema finanziario diversificato, consentirebbe un accesso più facile ai finanziamenti, grazie a una maggiore concorrenza tra i canali di intermediazione e più in particolare tra le banche e le fonti alternative di finanziamento.

L'attuale frammentazione finanziaria, che ostacola l'accesso ai finanziamenti e danneggia lo sviluppo finanziario. L'approfondimento dei mercati dei capitali può aumentare lo sviluppo finanziario, che di solito produce un maggiore impatto positivo sulle piccole imprese che attualmente stanno lottando per ottenere più credito.

In definitiva, l'accesso ai finanziamenti significa anche una maggiore scelta per gli investitori finali. Gli investitori, in effetti, spesso hanno una scelta limitata e costi elevati da fornitori nazionali di prodotti d'investimento. Più concorrenza transfrontaliera nella fornitura di servizi e prodotti di investimento può ridurre i costi, aumentare i rendimenti e attirare più volumi transfrontalieri. Finanza per l'innovazione

I meccanismi di finanziamento basati sui mercati dei capitali non sono solo vantaggiosi in tempi di crisi. I nostri risultati suggeriscono che la dispersione dei rischi di sezione trasversale, tipica dei meccanismi di mercato, è l'ideale per finanziare l'innovazione, in quanto fornisce un accesso più facile a progetti ad alto rischio elevati che non sono capitalissimi. Inoltre, i meccanismi di mercato sono preferibili per le opzioni di uscita più facili rispetto a un rapporto di finanziamento istituzionale, che può essere meno costoso ma non può offrire una facile liquidazione.

I progetti altamente innovativi beneficiano della dispersione del rischio e della personalizzazione, creando così più meccanismi di mercato basati sulla relazione, come il private equity, il capitale di rischio e la finanza di folla, adatti a imprese ad alto potenziale di

³³⁷ J. J. A. BURKE, *Investor Protection under MiFID: Cure Worse than the Disease*, in *Working Paper Series*, 19 gennaio 2009.

crescita. Agevolando la negoziazione, la copertura e la raccolta dei rischi, un settore finanziario altamente sviluppato consente agli investitori di finanziare opportunità di investimento che altrimenti sarebbero state dimenticate. Ristrutturazione della banca

L'eredità della recente crisi finanziaria per le banche europee è pesante. Le banche sono in possesso di esposizioni enormi e non performing che si lotta per annullare a causa dell'ambiente di margine inferiore. Questa situazione influenza anche la capacità di segnalare il rischio, rendendo le banche ancora meno disposte a divulgare le esposizioni negative per paura dei danni reputati.

I meccanismi di mercato possono creare un'opzione di uscita più facile per la liquidazione di tali attività, aiutando la ristrutturazione delle banche e migliorando così la qualità del sistema finanziario e riequilibrando le fonti di finanziamento.

Anche i mercati dei capitali funzionanti aumentano la contestabilità transfrontaliera della proprietà della banca, che può rappresentare una grande fonte di diversificazione e condivisione dei rischi, come dimostra l'esperienza dei paesi dell'Est.

I rappresentanti delle banche e delle altre industrie oft en si lamentano che il regolamento governativo danneggia in maniera ingiusta la loro capacità di competere con i fioristi in altri paesi e fanno l'argomento espresso nella voce di questa sezione. Ad esempio, Jamie Dimon, CEO di JPMorgan Chase, chiamato Basilea III "antiamericano" .338 Secondo lui, Basilea III è pregiudizievole a favore delle istituzioni europee e potrebbe portare alle banche asiatiche a prendere parte della quota di mercato degli Stati Uniti. Allo stesso modo, le banche francesi hanno lamentato che le nuove regole non tengono conto della situazione particolare dei loro conglomerati bancari e assicurativi e le banche pubbliche tedesche hanno pensato che le nuove regole si sono opposte a loro.³³⁹ I funzionari pubblici spesso cantano le stesse canzoni. Quando criticato per abbattere Basilea III in risposta alla lobbying francese e tedesca, Michel Barnier, commissario europeo per i mercati interni e servizi, incaricato della regolamentazione finanziaria, ha denunciato che gli Stati Uniti erano lenti ad adottare Basilea III Persino adottato completamente il precedente accordo di Basilea II e aveva ripreso ad un accordo del G20 per limitare gli incentivi per la presa in carico dei banchieri.³⁴⁰ Il Ministero del Tesoro USA ha risposto sottolineando che la regolamentazione del commercio di derivati è più avanzata e più rigorosa negli Stati Uniti Che in Europa.³⁴¹ In questo gioco di colpa,

³³⁸ Dimon, interview in the Financial Times, September 12, 2011.

³³⁹ "German Banks Try to Fend Off Basel III," Financial Times, September 6, 2010. See "Behind French Bank Drama, a Relaxed Regulator?" Wall Street Journal, September 15, 2011

³⁴⁰ . See "EU Warns US to Speed Up Bank Reform," Financial Times, June 1, 2011.

³⁴¹ See Ronald Orol, "Geithner Urges Global Capital Rules for Swaps," MarketWatch, June 6, 2011

tutti sono invitati a creare campi di gioco uniformi e ognuno è colpevole di altri per dare privilegi speciali alle proprie banche. I banchieri e i loro lobbisti dicono che per ragioni di equità tutte le banche devono essere soggette alle stesse regole. Infatti, si lamentano di ingiustizia al fine di regolare le regole che non amano, cercando di ottenere vantaggi per se stessi. Come risultato del loro successo, il coordinamento internazionale del regolamento bancario ha teso a ridurre la regolamentazione al minimo comune denominatore.³⁴² Negli sport, i concorrenti spesso si lamentano delle regole e degli umpires 'essere biasati a favore di altri. I media domestici si uniscono, sapendo che il loro pubblico sta radunando per la squadra di casa. L'economia globale, però, non è un evento sportivo. Nei Giochi Olimpici, i concorsi in diversi eventi sono separati e un paese può sperare che i suoi atleti faranno bene o possano anche vincere medaglie in tutte le competizioni. Nell'economia globale, tuttavia, diverse industrie sono interconnesse e non è possibile che un paese vinca la concorrenza in tutte le industrie contemporaneamente. L'economia è un sistema di produzione, scambio e consumo. Le imprese impiegano persone e acquistano altri ingressi per produrre beni e servizi che possono vendere ad altre imprese e alle persone.³⁴³ Usano i ricavi delle loro vendite per pagare i loro dipendenti e i fornitori di altri ingressi; Qualsiasi eccedenza è a disposizione dei proprietari dell'azienda. I dipendenti e i proprietari delle imprese possono utilizzare il reddito che guadagnano per consumo, per acquisti o per investimenti produttivi in beni. In questo sistema, le aziende e gli individui si specializzano in determinate attività e non cercano di fornire tutto per se stessi. Acquistano cose che non forniscono per se stessi da qualcun altro. La divisione del lavoro, in cui persone diverse fanno cose e scambi commerciali, è vantaggiosa perché, specializzandosi in attività che sono buone, le persone e le imprese contribuiscono a rendere l'economia più produttiva. Specializzare e fare qualcosa bene significa necessariamente non essere così buono in altre cose, e nessuno è il peggio per esso. Ad esempio, i medici si specializzano nella pratica medica e sono felici di ottenere le loro fragole da un contadino o da un supermercato che potrebbe averli acquistati dagli agricoltori della California o Israele.

³⁴² See note 6, as well as notes 33–34 in Chapter 1. Clear warnings about the impact of such pressures were expressed by Swiss supervisors in 1995 and 1996; see the statements of Kurt Hauri in Blattner (1995, 826–827) and of Daniel Zuberbühler in Hellwig and Staub (1996, 768–771).

³⁴³ Noi trascuriamo la sequenza dei pagamenti. In pratica, un business deve prima ottenere finanziamenti attraverso il prestito o la raccolta di azioni. Può utilizzare questo finanziamento per pagare input, come lavoro, macchine o materie prime. Quando l'output viene venduto, può utilizzare i ricavi per rimborsare il suo debito e pagare il resto ai propri proprietari. Se l'attività è mantenuta, i pagamenti a creditori e proprietari possono essere limitati agli interessi e ai dividendi; Questo evita la necessità di acquisire nuovi finanziamenti per gli acquisti di input per ulteriori attività.

Questa logica si applica anche al commercio internazionale. Talvolta i politici parlano di paesi in concorrenza tra loro. Questo è un argomento difettoso, un articolo dei nuovi vestiti dei banchieri. Se gli istituti finanziari del Regno Unito o della Svizzera hanno posizioni di primo piano nei mercati finanziari globali, i loro successi sono direttamente correlati all'incapacità dei fiumi dei loro paesi a competere in altre attività. Proprio come i medici usano le tasse da guadagnare per i trattamenti medici per pagare le fragole, così il Regno Unito e la Svizzera utilizzano i loro ricavi dalla vendita di servizi finanziari in tutto il mondo per acquistare computer negli Stati Uniti o vino in Francia. Infatti, questi acquisti non sono effettuati dal Regno Unito o dalla Svizzera, ma da persone e compagnie in questi paesi, che possono essere pagate per lavorare nell'industria finanziaria. Le banche in un paese non si limitano a concorrere con banche in altri paesi. Anche stanno competendo con altre industrie del proprio paese. Soprattutto, essi stanno competendo per le persone, specialmente quelle con scarso talento, che i professionisti in altre industrie vorrebbero assumere. Se l'industria finanziaria può offrire salari elevati e interessanti carriere, è più probabile attirare persone altamente qualificate, a scapito di industrie che non possono offrire competitività. Se le altre industrie non riescono a pagare salari abbastanza elevati, fanno meno male a competere per le persone. Di conseguenza, non possono fare altrettanto a vendere i loro prodotti o servizi, sia a livello locale che globale. Svizzera e Islanda illustrano come il successo delle banche viene a scapito di altre industrie. Cento anni fa, il turismo in Svizzera è stato beneficiato del lavoro a basso costo nelle regioni montuose remote. Oggi questa manodopera a basso costo non è più disponibile perché le persone possono facilmente spostarsi nelle città e ottenere posti di lavoro ad alto livello nell'industria finanziaria. Il successo dell'industria finanziaria (e di alcuni altri) è venuto a scapito dell'industria del turismo. Allo stesso modo, l'aumento del settore finanziario in Islanda durante il decennio prima del 2008 ha richiamato le attività bancarie in altre attività come l'agricoltura, la fiamma e il turismo.³⁴⁴ Per un paese nel suo complesso o, più precisamente, per il popolo Nel paese - l'importante domanda non è se le banche del paese o i produttori di automobili abbiano successo nell'economia globale. La questione più importante è se le risorse, soprattutto le persone, siano i loro usi più produttivi. Ad esempio, le banche moderne impiegano matematici e fisici per eseguire modelli di rischio matematici. I fisici che lavorano per le banche non sono disponibili per il lavoro in altre industrie, ad esempio per lo sviluppo di nanotecnologie o di automobili elettriche che

³⁴⁴ See Lewis (2011); "Financial: Iceland: From the Devil to the Deep Blue Sea: After the Banking Collapse, a Stricken Nation Hopes a Return to Fishing Will Save It," *The Guardian*, June 3, 2009; and "Tiny Iceland's Huge Banking Debt Led to Downfall," *Reuters*, October 7, 2008.

ridurrebbero la nostra dipendenza dall'olio.

Sappiamo che questi fisici sono meglio impiegati nel funzionamento dei modelli di rischio per le banche rispetto allo sviluppo di nanotecnologie? E forse alcune di quelle persone intelligenti nel settore degli investimenti bancari sarebbero più produttivi nello sviluppo di nuovi software? Nessuno può rispondere direttamente a tali domande. Un modo indiretto per scoprire è vedere quali imprese vincono a competere per le persone. Se i mercati funzionano bene, le aziende che le utilizzano meglio saranno meglio in grado di attirare persone di talento. Il successo nel vendere i propri prodotti e il successo nell'attrarre le persone vanno insieme; I buoni ricavi delle vendite consentono alle imprese di pagare buoni salari. A meno che il sistema di mercato non sia distorto, il successo di un'impresa nei suoi mercati è un segno che l'utilizzo del talento e delle altre risorse acquisite da parte dell'impresa è bene per l'economia complessiva³⁴⁵. Tuttavia, i mercati possono essere distorti. Quando le imprese non sostengono i costi totali delle proprie attività e si affidano ad altri a pagare alcuni dei costi, troppe risorse possono entrare nelle attività le cui spese non tengono pienamente conto delle imprese. In questo caso, l'esito del mercato potrebbe non essere efficiente. Un esempio è un'azienda che inquina un fiume e non paga il danno che l'inquinamento impone alle persone e alle imprese a valle. La società può essere leader mondiale nei suoi mercati, ma se i suoi prodotti sono economici perché i costi dell'inquinamento sono a carico di altri, tale successo non è vantaggioso per la società. Questa conclusione si basa anche se l'attività impone rischi su altri. Gli esempi sarebbero i prodotti chimici che sono economici a causa delle misure di sicurezza insufficienti per prevenire le esplosioni, il trasporto economico, perché un'azienda di camion risparmia sulla manutenzione e, allo stesso modo, attività finanziarie che comportano un rischio di crisi finanziaria. Non c'è molta differenza tra le banche che intraprendono rischi che potrebbero far saltare in aria il sistema finanziario e i camion con carichi esplosivi che possono colpire un'area residenziale. In Islanda tutti hanno pagato molto per i successi globali delle banche islandesi prima del 2008. La crisi finanziaria ha portato ad una forte recessione, un aumento della disoccupazione e una caduta dei salari. L'inflazione e la svalutazione della Krona rispetto ad altre valute hanno eroso la potenza di acquisto dei risparmi privati. I costi di salvataggio dei depositanti hanno soffocato il

³⁴⁵ Questa è l'essenza della teoria del commercio internazionale con mercati competitivi, uno dei classici dell'economia, sviluppato da David Ricardo (1817, capitolo 7). L'argomento è indipendente da qualsiasi considerazione di equità distributiva nel senso che qualsiasi alternativa all'esito del mercato comporterebbe almeno un insieme di partecipanti che sono stati peggiorati; Inoltre, le perdite di queste persone sarebbero in complesso più grandi dei guadagni di persone che beneficiano del passaggio lontano dall'esito del mercato.

governo³⁴⁶. L'Irlanda ha avuto un'esperienza simile. Tuttavia, come parte dell'Eurozona, l'Irlanda non poteva svalutare la propria moneta e il governo irlandese doveva richiedere l'assistenza da parte delle istituzioni europee.³⁴⁷

Quando i mercati sono distorti, un governo può cercare di correggere le distorsioni tassando attività dannose per gli altri o sovvenzionando attività vantaggiose che il mercato non ricompensa in misura sufficiente. Le imposte e le sovvenzioni, tuttavia, possono creare le proprie distorsioni. A meno che non siano necessarie sovvenzioni per premiare un'impresa per fornire vantaggi alla società per i quali non sono compensati dai mercati - per esempio, attraverso la ricerca le cui intuizioni possono anche essere utilizzate da altre imprese sovvenzionate avranno un vantaggio sproporzionato in competizione con le imprese provenienti da Altri paesi o con imprese provenienti da altre industrie che non ricevono sovvenzioni. Le imprese sovvenzionate potrebbero attirare troppe risorse e avere più successo di quanto sia bene per la società. Questa conclusione stabilisce se il denaro dei contribuenti viene speso per sovvenzionare l'agricoltura, la produzione di acciaio o il salvataggio delle banche. Inoltre, le sovvenzioni sostengono i successi delle imprese nei mercati globali.³⁴⁸ Le garanzie implicite alle banche di grandi dimensioni sono particolarmente problematiche e perverse, poiché incoraggiano un prestito eccessivo che aumenta il rischio di un'elevata instabilità finanziaria. Questi sono simili alle sovvenzioni di mais negli Stati Uniti che riducono i costi dello sciroppo di mais ad alto fruttosio e aumentano indirettamente l'incidenza delle malattie legate all'obesità.³⁴⁹ Con le banche c'è la preoccupazione aggiunta che le sovvenzioni non hanno alcun legame naturale. Le politiche troppo grandi da fallire incoraggiano le banche a diventare molto grandi e complesse e fare scommesse molto grandi.

³⁴⁶ Vedere OCSE (2009). I costi possono diventare ancora più grandi. Un conflitto con i Paesi Bassi e il Regno Unito circa 4 miliardi di euro per i risarcimenti ai depositanti delle filiali islandesi e U.K. delle banche islandesi è ancora in corso presso le corti europee. Sul rifiuto del 2011 da parte degli elettori, vedere "Icelanders Reject Deal to Repay U.K., Netherlands," Wall Street Journal, April 11, 2011. Gli argomenti orali hanno avuto inizio il 18 settembre 2012 (vedi Stephanie Bodoni, "Iceland Neglected UK, Dutch Icesave Clients, Watchdog dice," Bloomberg, 18 settembre 2012).

³⁴⁷ For an overview of the European assistance package for Ireland, see http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/2010-12-01-financial-assistanceireland_en.htm, accessed October 21, 2012.

³⁴⁸ La conclusione si applicherà anche se i governi utilizzano le tariffe e le franchigie monopolistiche per fornire ai loro "campioni" una fonte generosa di professionisti in casa che consente loro di "conquistare" i mercati esteri con prezzi molto più bassi.

³⁴⁹ Sulle sovvenzioni di mais, vedere Lessig (2011, 50). Alcuni hanno suggerito che le banche dovrebbero essere tassate per correggere la distorsione (vedi Acharya et al., 2010, capitolo 5). Tuttavia, non è chiaro come tale imposta debba essere determinata. La misurazione dei rischi e dei costi che le azioni della banca impongono ad altri è estremamente difficile. Le argomentazioni che sono state sollevate contro la definizione dei requisiti patrimoniali secondo i rischi si applicano anche qui. Altri requisiti patrimoniali ridurrebbero le sovvenzioni, in effetti facendo affidamento più naturalmente alle forze del mercato per determinare in modo meno distorsivo i costi di finanziamento della banca

Ogni volta che gli individui o le imprese non sostengono i costi completi delle loro azioni, è importante correggere le distorsioni che ne derivano. Anche se i regolamenti riducono la capacità delle istituzioni interessate a competere nei mercati globali, la società può essere migliore. Se le banche hanno meno successo nei mercati globali, i talenti disponibili e altre risorse saranno attratte da altre industrie. Ciò potrebbe essere meglio che esporre l'economia e i contribuenti a rischi eccessivi.³⁵⁰ Se i costi di finanziamento delle banche aumentano perché alcune delle sovvenzioni al loro prestito sono ritirate e le banche aumentano i costi che gravano sui loro prestiti, gli effetti sono ancora probabili. Essere vantaggiosi. Le aliquote sovvenzionate possono essere inadeguate. Grandi quantità di prestiti a basso costo per i proprietari di abitazione possono sembrare buoni per un tempo, ma sono inopportuno se i rischi sono troppo grandi. Le società in tutto il mondo sarebbero state meglio se le banche non avessero prestato tanto alle piccole imprese alla fine degli anni '80 e ai proprietari di case negli anni prima del 2007. Le imprese stesse, naturalmente, soffrono quando perdono sovvenzioni e non possono più imporre alcune delle loro Costi su altri. Nella loro lobby, non lo fanno. Al contrario, essi si appellano al nazionalismo economico e avvertono di una perdita di competitività nell'economia globale - come se fossero le loro entrate nelle Olimpiadi globali. Il suo argomento è un altro articolo dei nuovi vestiti dei banchieri. Negli anni Settanta e Ottanta, simili lamentele sono state sollevate contro la regolamentazione ambientale destinata a ridurre le emissioni di impianti di acciaio, tessile o chimico.³⁵¹ Da allora, forse anche in seguito a regolamenti ambientali, molti produttori tradizionali di acciaio e tessili sono scomparsi.³⁵² Le regioni in cui queste industrie erano state trovate sopportate dal cambiamento, ma l'economia globale ha prosperato. Qualcuno - con la possibile eccezione delle persone del settore che avesse beneficiato delle sovvenzioni - volesse tornare in un'economia con fiumi inquinati, cieli scuriti e contribuenti che sovvenzionano le miniere di

³⁵⁰ La valutazione delle sovvenzioni (e delle imposte) presuppone che i mercati siano competitivi e che i fiumi non dispongano di potere di mercato. La cosiddetta teoria strategica del commercio internazionale ha dimostrato che se i mercati non sono competitivi e hanno spazio solo per un numero limitato di fornitori, un paese può guadagnare sovvenzionando i fiumi in modo che possano avere successo nel guadagnare un posto sul mercato, da cui possono pagare alti prezzi al resto del mondo. La pertinenza pratica dell'argomento è tuttavia limitata, perché il sistema politico non dispone delle informazioni necessarie per attuare con successo tale politica. Inoltre, l'argomento non è valido se le società in questione sono di proprietà straniera, ovvero se i profitti ottenuti sfruttando il potere di mercato si accumulano agli azionisti stranieri. Per una discussione sui pro e contro della politica commerciale strategica, vedere Krugman (1996) e Monopolkommission (2005) e i riferimenti dati qui.

³⁵¹ See, for example, "U.S. Relief for Steel Expected," *New York Times*, September 30, 1980, and Leonard Silk, "Protectionism: Reagan's View," *New York Times*, November 12, 1980

³⁵² Jaff et al. (1995) forniscono una panoramica della letteratura e delle problematiche. Ciò suggerisce che le efficaci regolamentazioni ambientali sulla competitività della produzione statunitense erano davvero piccole. Per alcune delle industrie che si sono drammaticamente ridotte o addirittura scomparse, si può supporre che i cambiamenti dei costi del lavoro unitario, guidati dalla concorrenza di altre industrie, potrebbero essere stati i motivi più importanti per il cambiamento.

carbone e gli acciaierie che non possono pagare per se stessi? I politici e le autorità di regolamentazione, però, spesso scendono per la retorica sulla concorrenza globale e sulla necessità di campi di gioco uniformi, e sono in grado di assicurarsi che gli standard internazionali non fanno male alle banche della loro nazione. Altri, anche quelli che dovrebbero meglio conoscere, si uniscono, senza menzionare il costo per il pubblico per aiutare le banche a diventare successo.³⁵³

Quando gli amministratori delegati delle maggiori banche si lamentano che un regolamento impedisca loro di vincere nella concorrenza globale, occorre coraggio e solidità da parte di un politico affermare che gli interessi nazionali sono meglio serviti sottoponendo i banchieri ad alcuni vincoli che consentendo alle banche di Ottenere il successo assumendo rischi che potrebbero danneggiare il resto dell'economia. I reclami dei banchieri sono molto udibili, ma i rischi sono invisibili e sembrano astratti finché non si materializzano. Quando i rischi si concretizzano, le cause sono così aggrovigliate che è difficile attribuire la responsabilità. I banchieri, i politici e le autorità di regolamentazione coinvolte raramente sono considerate responsabili o subiscono notevoli conseguenze.³⁵⁴ Non è una coincidenza che il Regno Unito, la Svezia e la Svizzera siano stati più forti nella promozione di una regolamentazione bancaria più severa nei negoziati internazionali fin dal la crisi. I settori finanziari in questi paesi sono particolarmente grandi e sono stati duramente colpiti da crisi finanziarie.³⁵⁵ In altri paesi, i politici e il pubblico sembrano meno consapevoli di quanto siano costosi i successi delle banche dei loro paesi.

È importante incoraggiare bassi costi e innovazioni di prodotto nell'intermediazione

³⁵³ Ad esempio, French e altri (2010, 69) afferma: "I requisiti patrimoniali possono anche influenzare la competitività del settore bancario di un paese. Se i requisiti patrimoniali negli Stati Uniti, ad esempio, sono troppo onerosi, i fiummi possono rivolgersi alle banche degli altri paesi per i servizi finanziari. Questo potrebbe minare un importante settore americano".

³⁵⁴ Pochissimi paesi hanno esaminato le ragioni e le responsabilità della crisi, e nessuno ha avuto niente di simile alle audizioni del 1933 Pecora, in cui il Comitato Bancario e Monetario del Senato degli Stati Uniti, sotto la guida del suo consulente principale, Ferdinand Pecora, ha scoperto gran parte della sconsiderazione che Aveva caratterizzato il comportamento dei banchieri e il loro trattamento dei clienti alla fine degli anni '20. Sulle udienze di Pecora, vedere Perino (2010). Solo l'Islanda ha avuto un notevole processo penale. Vedi "Trial of Iceland Ex-PM Haarde over 2008 Crisis Begins", BBC News Europe, BBC, 5 marzo 2012.

³⁵⁵ La Svizzera ha fissato requisiti patrimoniali più elevati di altri paesi in quello che è stato definito "Swiss finnish" (see "Bankers' Group Warns of Overly Tough Swiss Capital Rules," Reuters, January 16, 2012). Tuttavia, le banche svizzere sono note per avere livelli particolarmente bassi di attività ponderate per il rischio rispetto alla loro attività totale e i requisiti sono formulati in relazione alle attività ponderate per il rischio (see Chart 5 in Ledo 2012). Regarding Sweden, see Mark Scott, "Sweden Proposes Higher Capital Requirements for Bank," New York Times, November 25, 2011. Il Regno Unito si è limitato ai tentativi di armonizzare i requisiti (see Alex Barker, "Barrier vs the Brits," Financial Times, November 8, 2011). As discussed in Chapter 6, the United Kingdom's ICB (2011) Proposto "recinzione di anelli" per la banca al dettaglio, che richiede che la banca al dettaglio sia effettuata da soggetti giuridici distinti che devono soddisfare requisiti patrimoniali più elevati. Una proposta legislativa per l'attuazione di questa misura è stata introdotta dalla British Government on October 12, 2012 (see http://www.hm-treasury.gov.uk/d/icb_banking_reform_bill.pdf, accessed October 21, 2012).

finanziaria. In generale, la concorrenza porta a questi vantaggi. Ma a differenza di altri settori, in cui la concorrenza libera è spesso preferibile dalle prospettive di efficienza, stabilità e crescita, la concorrenza nei mercati finanziari non può essere considerata in isolamento. Nell'instaurare un contesto competitivo, si verificano i seguenti problemi: valore franchigia, efficienza statica e dinamica, capacità di supervisione delle istituzioni e delle attività finanziarie e ricerca di affitto. Le regole del settore finanziario tendono generalmente a bilanciare questi obiettivi e le preoccupazioni. Non necessariamente richiede molte istituzioni finanziarie perché un sistema concentrato può essere competitivo se è testabile. Il grado di entrata contestabile nel settore finanziario, unitamente alla domanda di altre forme di intermediazione finanziaria, è la determinante più importante della performance e dell'efficienza dei settori finanziari. L'apertura alle banche estere è un elemento importante e le prove suggeriscono che l'ingresso estero offre importanti vantaggi a un paese.

Il modello bancario integrato può offrire importanti vantaggi agli istituti finanziari attraverso economie di scala e portata, diversificazione della generazione dei ricavi e vantaggi informativi e ai consumatori attraverso una riduzione dei costi di ricerca e di transazione e minori costi dei servizi finanziari. I costi potenziali per fornire servizi finanziari più integrati, in particolare estendendo la rete di sicurezza a attività non finanziarie di servizi finanziari, possono essere mitigate attraverso opportune garanzie e firewall, che richiedono un'applicazione e un controllo adeguati da parte della autorità di vigilanza. Paesi in tutto il mondo si stanno muovendo verso la fornitura di servizi finanziari più integrati, e la maggior parte dei paesi consente ora alle banche di impegnarsi in sottoscrizioni, negoziazioni e brokering. Inoltre, nei paesi in cui le banche hanno la latitudine di scegliere la propria struttura aziendale (cioè dove individuare l'unità titoli), la maggior parte delle banche sceglie di adottare il modello bancario integrato (e individua l'unità di valori mobiliari in un dipartimento della banca). Ci sono anche prove che un ampio ambito di prestazione di servizi finanziari migliora la stabilità finanziaria e mitiga i rischi di una crisi bancaria. Il design organizzativo preferito delle funzioni di vigilanza è meno chiaro, in particolare in quanto l'ambito dei servizi finanziari forniti è in espansione. I paesi hanno adottato diverse strutture istituzionali con successo. Tuttavia alcune strutture (per esempio, la supervisione per istituzione) stanno diventando rapidamente obsolete.

Sotto questo approccio, le agenzie di vigilanza corrispondono agli obiettivi normativi (Wallman 1999), con regolatori separati per La tutela dei consumatori, l'integrità del mercato, il rischio sistemico e, eventualmente, la competitività problemi. Ognuno di questi regolatori copre tutte le istituzioni finanziarie e tutte le forme di intermediazione. Ad esempio, nella

misura in cui viene venduto qualsiasi prodotto finanziario ai consumatori, il vigilante del consumatore avrebbe competenza. Nella misura in cui qualsiasi istituto finanziario è molto grande o si impegna in attività che potrebbero costituire un rischio il sistema nel suo insieme, il vigilante del sistema ha giurisdizione. Istituzionalmente, questi regolatori potrebbero essere agenzie distinte o potrebbero essere combinate in diversi modi. Per esempio, il regolatore sistemico potrebbe essere combinato con l'integrità del mercato regolato. Ma non con il regolatore della protezione dei consumatori o della competitività. Perché natura e metodi di regolamentazione e di controllo sono probabilmente diversi, combinando le funzioni in un'istituzione non è necessariamente auspicabile, almeno per motivi di economie di scala e portata. Allo stesso tempo, quando queste funzioni non sono combinate in un'istituzione, le istituzioni finanziarie dovrebbero occuparsi di più agenzie regolatorie e, eventualmente, compensando i vantaggi dell'azione per obiettivo. Finora, pochi paesi hanno adottato questo approccio. Anche se differenziare tra diversi obiettivi possono essere concettualmente, in pratica, una tale discriminazione può risultare difficile. Le preoccupazioni per le reti di rischio sistemico e di sicurezza, ad esempio, richiedono la regolamentazione e la supervisione della maggior parte delle attività dell'ente finanziario, non solo i suoi depositi. Il rischio sistemico potrebbe, ad esempio, emanare da una banca universale le attività bancarie di investimento se le perdite in banca d'investimento minacciano l'insieme. La solvibilità dell'istituzione e dell'istituzione è abbastanza grande per il suo inadempimento. Ripercussioni sistemiche.

La concorrenza nel settore finanziario non può essere analizzata in isolamento. L'ottimale della concorrenza richiede l'equilibrio di varie preoccupazioni, compreso il valore della franchigia, l'efficienza statica e dinamica, la capacità di supervisionare le istituzioni finanziarie e l'ambito e contesto istituzionale per la ricerca di affitti. Esperienza del paese e teoria più in generale - suggerisce che la competitività non necessariamente richiede molte istituzioni finanziarie perché un sistema concentrato può essere competitivo se verificabile. Il grado di entrata contestabile nel settore finanziario, insieme a petizione da altre forme di intermediazione finanziaria è la più della performance e dell'efficienza dei settori finanziari. L'apertura verso banche estere è un elemento importante e le prove suggeriscono che benefici a un paese. Il modello bancario integrato può offrire importanti vantaggi alle istituzioni finanziarie attraverso economie di scala e portata, diversificazione della produzione di reddito e vantaggi informativi e ai consumatori attraverso una riduzione della ricerca e delle transazioni. Costi d'azione e minori costi dei servizi finanziari. I costi potenziali per fornire maggiori informazioni sui servizi finanziari integrati - in particolare

estendendo la rete di sicurezza a non depositare attività di servizi finanziari - possono essere mitigate attraverso opportune garanzie e firewall, che richiedono un'applicazione e un controllo adeguati da parte dell'autorità di autorità. Paesi in tutto il mondo si stanno muovendo verso la fornitura di più servizi finanziari integrati e la maggior parte dei paesi consente ora alle banche di sottoscrizioni, negoziazioni e brokeraggio. Inoltre, in paesi dove le banche hanno la latitudine per scegliere la propria struttura aziendale (cioè, dove individuare l'unità di titoli), la maggior parte delle banche sceglie di adottare il modello bancario integrato (e individuare l'unità titoli in un dipartimento della banca). Ci sono anche prove che un ampio la portata della prestazione di servizi finanziari migliora la stabilità finanziaria e ne mitiga rischi di una crisi bancaria. Il design organizzativo preferito delle funzioni di supervisione è meno chiaro, in particolare in quanto l'ambito dei servizi finanziari forniti è in espansione. Antiorario i tentativi hanno adottato diverse strutture istituzionali con successo. Tuttavia, certe strutture (ad esempio, la supervisione da parte dell'istituzione) stanno rapidamente diventando obsoleti.

Tutti i governi, anche quelli più orientati al mercato, regolano il settore finanziario per proteggere il pubblico, garantire la sicurezza e la solidità delle banche e controllare il grado di competitività desiderato. L'organizzazione della struttura di vigilanza dipende dalla politica del regime di regolamentazione, in particolare nell'ambito ammissibile dei servizi finanziari. A questo riguardo emergono tre questioni. Qualora i paesi che consentano al sistema bancario integrato individuino tutte le attività di vigilanza prudenziale e di altro tipo in un unico luogo o se le separano in più supervisori? Se ci sono più supervisori, dovrebbero essere organizzati per tipo di istituzione o per funzione? Infine, se la protezione dei consumatori e le garanzie antimonopoli siano responsabili del regolatore prudenziale o di un regolatore separato? Alcune indicazioni sono disponibili dal lavoro analitico recente - e dall'esperienza internazionale - sui compromessi tra queste alternative, ma non ci sono poche prove empiriche e poche scelte preferite. Una agenzia supeMyory o più? Per quanto riguarda la divisione della responsabilità, l'Istituto dei Banchieri Internazionali ha riferito che tra i 70 paesi esaminati nel 1998, 44 hanno utilizzato agenzie discrete per banche, mercati mobiliari e assicurativi e 19 combinati due delle aree. Anche se il numero di agenzie di vigilanza singole sta crescendo, a partire da giugno 1999 solo 8 di 71 paesi - Austria, Danimarca, Giappone, Malta, Norvegia, Repubblica di Corea, Svezia e Regno Unito - si sono basati su questo accordo. Queste agenzie coprono tipicamente le funzioni di prudenza e di integrità del mercato e possono anche supervisionare i servizi al consumo e le funzioni di supervisione della competitività. La maggior parte delle agenzie di vigilanza singole sono molto recenti e

spesso sono state stabilite in risposta ai problemi del settore finanziario. A causa di questa associazione, è difficile giudicare i costi e i benefici di questo tipo di approccio. Se si concentra solo su prudenza - Ci sono buoni argomenti concettuali per un modello di agenzia singola (Briault 1999; Taylor 1995; Taylor e Fleming 1999). Queste sono sempre più sfocati i confini dei servizi finanziari, tenuto conto dei legami tra i mercati dei capitali, strumenti assicurativi e altre istituzioni finanziarie, nonché emergenza dei conglomerati finanziari. Queste tendenze fanno consolidare e in - Necessari approcci integrati per la regolamentazione e la supervisione. Una sola supervisione l'agenzia può anche offrire economie di scala e di portata a livello di regolamentazione e supervisione e possono evitare i problemi di condivisione delle informazioni e di coordinamento con altri CIES. Un'agenzia può anche comportare riduzioni dei costi di regolazione e creazione di un'istituzione più competente, indipendente, professionale e politicamente isolata. Paragonato all'attuale struttura di vigilanza. Allo stesso tempo, un unico braccio regolatore potrebbe creare l'impressione che un grande la gamma di istituti finanziari è coperta dalla rete di pubblica sicurezza. Tale agenzia può essere troppo difficile da gestire e politicamente troppo potente per mantenere la sua indipendenza. In altri contesti, la specializzazione e la concorrenza tra i regolatori sono stati chiamati come modi per evitare la cattura di regolamentazione. Infine, in molti paesi finanziari le istituzioni sono specializzate da società di assicurazioni di funzione, per esempio - e non deve essere sorvegliata da un'agenzia di tutto il mondo. Supervisione istituzionale o di prodotto? Paesi con un sistema finanziario in cui le attività commerciali e commerciali di investimento sono separati tendono ad avere un impianto istituzionale l'approccio alla regolamentazione, vale a dire che le banche sono regolate e supervisionate da una banca regolatore, titoli da un'agenzia separata e così via. Nei paesi in cui finanziari le istituzioni si impegnano in un'ampia gamma di attività finanziarie, questa politica offre i vantaggi perché la ripartizione dei prodotti e dei servizi e le distinzioni tra vari fornitori può comportare una sovrapposizione di giurisdizioni gravi, rendendo questo approccio istituzionale rapidamente obsoleto (Wallman 1999). In un approccio funzionale, la regolamentazione è organizzata per tipo di prodotto finanziario ad esempio, una commissione di cambio di titoli potrebbe regolare la vendita di titoli se il venditore è una banca, un assicuratore o un'impresa di titoli. L'ap - Il proach può essere più efficiente e ridurre la sovrapposizione giurisdizionale, ma ha dimostrato difficile da attuare nella maggior parte dei paesi a causa dell'ampia necessità di coordinazione tra le agenzie di vigilanza. Per garantire tale coordinamento, molti paesi hanno ricorso all'uso di un coordinatore di piombo tra i vari regolatori per ciascuna istituzione finanziaria. Poiché le definizioni dei prodotti continuano ad evolversi e spesso sfidano

categorie, le emissioni di coordinamento e sovrapposizione sono aumentate, con i rischi associati di Incompleta regolamentazione e vigilanza di supervisione (Scott 1994, 1995).

Nel nuovo quadro normativo, i flussi transfrontalieri di garanzia sono fondamentali per la stabilità finanziaria. Ciò è dovuto al fatto che, in quanto sono necessarie altre controparti per fornire garanzie collaterali, è necessaria una maggiore garanzia e sarà necessario fornire più frequentemente. Garantire che la garanzia giusta ottiene efficacemente al posto giusto al momento giusto è essenziale per sostenere i mercati finanziari all'ingrosso integrati nell'UE.

Per far ciò, le istruzioni tra i vari partecipanti lungo una catena di transazioni devono essere effettuate attraverso i trasferimenti di entrate, utilizzando una rete di conti tra custodi e depositi titoli centrali (CSD). I CSD non solo detengono titoli quando sono emessi, ma detengono anche i titoli per i CCP e per i loro membri di compensazione e i loro sistemi effettuano i trasferimenti che liquidano titoli di garanzia. C'è sempre stata una certa fiducia nei CSD, ma la fiducia è stata rafforzata dall'aumento della concentrazione sui titoli.

C'è anche una frammentazione di lunga data incorporata in queste reti collaterali, in gran parte dovuta al modo in cui i sistemi si sono sviluppati. Ad esempio, i titoli sono di solito emessi nel CSD nazionale dell'emittente - una caratteristica particolare dell'UE. Tuttavia, vale la pena notare che il Regolamento dei Depositi Centrali dei Titoli (CSDR) dovrebbe affrontare in modo significativo tutte le vulnerabilità associate ai CSD. Nel frattempo, la prestazione di servizi di custodia è inoltre caratterizzata da un notevole grado di concentrazione. Oltre il 60% delle attività globali in custodia sono concentrate in tre istituzioni, nella regione di 63 trilioni di dollari. Inoltre, dei dieci custodi più grandi a livello mondiale, sei sono anche banche universali, il che significa che sono esposti a molti altri rischi commerciali.

Una preoccupazione generale è che la rete tra custodi e CSD può essere solo forte quanto il suo legame più debole. Questo potrebbe manifestarsi in diversi modi. Ad esempio, una grande mobilitazione di garanzie collaterali, che potrebbero derivare in risposta ad una improvvisa chiamata di margine iniziale, potrebbero costituire un rischio particolare in quanto provocherà la capacità della rete di gestire i flussi risultanti di garanzie richieste dai CCP. Un altro esempio sarebbe il fallimento di un grande custode o CSD per mantenere accurati conti in modo che, in caso di insolvenza, sarebbe difficile identificare le risorse del cliente per restituirli rapidamente. Una frattura grave di un CSD o di un depositario, nel frattempo, avrebbe causato la perdita di grandi quantità di garanzie. Questi esempi hanno conseguenze sia per la stabilità finanziaria che monetaria.

I principali rischi che devono essere affrontati nelle reti collaterali tra CSD, custodi e loro

utenti sono principalmente operativi. La causa principale è la frammentazione e sistemi progettati per il periodo pre-crisi. Questi rischi saranno più pronunciati mentre i partecipanti al mercato si adatteranno al nuovo quadro normativo, che richiederà diversi anni. Mentre la regolamentazione è un'opzione per affrontare questi rischi, ci vorrebbe tempo per svilupparsi e avrebbe bisogno di essere estremamente tecnici e focalizzati sui sistemi. Un modo migliore per affrontare questo problema può essere che i regolatori e gli operatori del mercato collaborino per identificare i rischi condivisi e raccomandare standard di mercato per aiutare i partecipanti e i fornitori di mercato ad adattarsi al nuovo quadro normativo il più rapidamente possibile. Un gruppo di esperti, basato sul Gruppo Giovannini, sarebbe un mezzo ideale per questo.

La fiducia è un fondamento necessario di qualsiasi sistema finanziario basato sul mercato, in quanto gli emittenti e gli investitori devono sentirsi fiduciosi nell'integrità del sistema per partecipare pienamente ed efficacemente. Le riforme messe in atto dal 2008 sono state essenziali per costruire resilienza e stabilità nel cuore del sistema finanziario. Ma nonostante questo enorme sforzo, negli ultimi anni si è visto un numero di casi di cattiva condotta, dimostrando che i partecipanti al mercato non sempre operano secondo gli standard appropriati. Prendere in considerazione i problemi di condotta è una parte necessaria per costruire una CMU che gli emittenti e gli investitori possono fidarsi e trarre giovamento.

È ben capito che la maggior parte delle PMI si rivolge alle loro banche per il finanziamento. Il più recente sondaggio della BCE sull'accesso al finanziamento delle imprese nell'area dell'euro ha mostrato che oltre il 60% delle PMI avevano utilizzato in passato prestiti bancari o li consideravano in futuro.³⁵⁶

Per le più piccole imprese, questo può essere del tutto appropriato in considerazione del vantaggio comparato che le banche hanno sviluppato attraverso le loro reti ben consolidate e le diverse tipologie di servizio che forniscono ai clienti - che vanno dalle linee di credito alle consulenze di investimento. Ma alcune aziende potrebbero limitare la loro capacità di crescere, perché non sanno le opzioni a loro disponibili o come accedervi. Cambiare questo richiede una modifica della cultura aziendale.

Allo stesso modo, gli investitori al dettaglio potrebbero non essere consapevoli delle opportunità di investimento disponibili. Il regime degli OICVM è stato un successo dal momento che il quadro è stato approvato nel 1985, operando con un passaporto negli Stati membri, con quasi 8 miliardi di miliardi di beni. È diventato un standard d'oro per gli

³⁵⁶ See 'Survey on the access to finance of enterprises in the euro area, April 2014 – September 2014', ECB (2014).

investitori istituzionali e retail, nella misura in cui i fondi dell'OICVM sono ampiamente utilizzati da investitori esterni all'UE.

Sono state sollevate preoccupazioni circa la crescita di alcune strategie di investimento intraprese in fondi comuni di investimento aperti sia in Europa che negli Stati Uniti, in particolare dove i fondi investono sia in strumenti meno liquidi (che possono mettere in discussione i riscatti di riscatto) o attraverso strategie più complesse come quelle Più tipicamente impiegati dai fondi hedge³⁵⁷.

È importante incoraggiare bassi costi e innovazioni di prodotto nell'intermediazione finanziaria. In generale, la concorrenza porta a questi vantaggi. Ma a differenza di altri settori, in cui la concorrenza libera è spesso preferibile dalle prospettive di efficienza, stabilità e crescita, la concorrenza nei mercati finanziari non può essere considerata in isolamento. Nell'instaurare un contesto competitivo, si verificano i seguenti problemi: valore franchigia, efficienza statica e dinamica, capacità di supervisione delle istituzioni e delle attività finanziarie e ricerca di affitto. Le regole del settore finanziario tendono generalmente a bilanciare questi obiettivi e le preoccupazioni. Non necessariamente richiede molte istituzioni finanziarie perché un sistema concentrato può essere competitivo se è testabile. Il grado di entrata contestabile nel settore finanziario, unitamente alla domanda di altre forme di intermediazione finanziaria, è la determinante più importante della performance e dell'efficienza dei settori finanziari. L'apertura alle banche estere è un elemento importante e le prove suggeriscono che l'ingresso estero offre importanti vantaggi a un paese.

Il modello bancario integrato può offrire importanti vantaggi agli istituti finanziari attraverso economie di scala e portata, diversificazione della generazione dei ricavi e vantaggi informativi e ai consumatori attraverso una riduzione dei costi di ricerca e di transazione e minori costi dei servizi finanziari. I costi potenziali per fornire servizi finanziari più integrati, in particolare estendendo la rete di sicurezza a attività non finanziarie di servizi finanziari, possono essere mitigate attraverso opportune garanzie e firewall, che richiedono un'applicazione e un controllo adeguati da parte della autorità di vigilanza. Paesi in tutto il mondo si stanno muovendo verso la fornitura di servizi finanziari più integrati, e la maggior parte dei paesi consente ora alle banche di impegnarsi in sottoscrizioni, negoziazioni e brokering. Inoltre, nei paesi in cui le banche hanno la latitudine di scegliere la propria struttura aziendale (cioè dove individuare l'unità titoli), la maggior parte delle banche sceglie di adottare il modello bancario integrato (e individua l'unità di valori mobiliari in un

³⁵⁷ For example, see the Bank of England's '[Financial Stability Report](#)' from June 2014.

dipartimento della banca). Ci sono anche prove che un ampio ambito di prestazione di servizi finanziari migliora la stabilità finanziaria e mitiga i rischi di una crisi bancaria. Il design organizzativo preferito delle funzioni di vigilanza è meno chiaro, in particolare in quanto l'ambito dei servizi finanziari forniti è in espansione. I paesi hanno adottato diverse strutture istituzionali con successo. Tuttavia alcune strutture (per esempio, la supervisione per istituzione) stanno diventan³⁵⁸.

Tradizionalmente, la "supervisione finanziaria" si riferisce alle attività in tre principali linee di attività, vale a dire quelle delle banche, delle compagnie assicurative e dei titoli negoziati sui mercati finanziari. Esso si riferisce, da un lato, alla supervisione dell'istituzione - l'impresa in quanto tale - e, dall'altro, alle sue attività, le operazioni in cui l'istituto si impegna. Sebbene il campo possa apparire chiaramente delimitato, esistono numerose questioni di confine.

Il regolamento sta diventando sempre più centralizzato, rispondendo così alla maggiore necessità di un coordinamento internazionale e transfrontaliero. Organi internazionali e comitati europei stanno dettando i concetti e le basi per la regolamentazione in molti Stati. Il regolamento segue le evoluzioni del mercato. Poiché la regolamentazione riguarda un pubblico mondiale, c'è sempre più bisogno che le autorità di regolamentazione adottino norme che servano da riferimento e possono essere applicate in tutto il mondo³⁵⁹.

2.4 La centralità della tutela dell'investitore

Come noto, il contratto di intermediazione finanziaria costituisce un esempio di contrattazione asimmetrica, in cui vi è una parte fisiologicamente debole (l'investitore), in quanto ignara delle informazioni e priva delle competenze di cui dispone l'altra parte contrattuale (l'intermediario): il legislatore, quindi, al fine di porre rimedio alla disuguaglianza *de facto*, ha introdotto *de iure* una serie di obblighi specifici di informazione in capo agli intermediari, attualmente disciplinati nel TUF (D. Lgs. 58/1998) e nel Regolamento Intermediari Consob n. 11522/1998³⁶⁰.

L'aspetto problematico della disciplina in questione consiste, tuttavia, non nella

³⁵⁸ Claessens Klingebie Competition and scope of activities in financial services, WB Res.Observers, V. 16, N. 1, 2001, 36.

³⁵⁹ Wymeersch The Structure of Financial Supervision in Europ..., Eur. Bus. Org. Law R., 2007,8

³⁶⁰ M. SESTA, *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed autoreponsabilità del dichiarante*, in *Corr. giur.*, 2008, p. 1751 ss.; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Giuffrè, Milano, 2003.

definizione degli obblighi degli intermediari – già individuati in maniera definitiva e puntuale dalle disposizioni della regolamentazione - bensì nella individuazione dei rimedi di cui il cliente può avvalersi in seguito ad un'operazione di investimento gestita in modo non corretto da parte dell'intermediario. In altre parole, la disciplina legislativa risulta incompleta: chiarisce gli obblighi che l'intermediario ha nei confronti del cliente, ma non indica quali rimedi il cliente possa esperire a fronte di un'operazione finanziaria illecita (non informata, scorretta, negligente, oscura, etc.). Da quanto esposto, si evince che il legislatore è stato molto analitico e preciso nell'individuazione degli obblighi dell'intermediario, non lasciandoli alla disciplina civilistica comune, ma specificandoli e valorizzandoli ulteriormente nel contesto di un rapporto finanziario; tuttavia, non si nota eguale chiarezza in ordine all'individuazione dei rimedi esperibili dagli investitori a fronte della violazione da parte degli intermediari di una delle regole di condotta individuate nelle disposizioni di legge. Infatti, l'unico rimedio individuato positivamente consiste nel risarcimento del danno: l'art. 23, c. 6, TUF sancisce che, nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente da operazioni finanziarie condotte in maniera illecita, è onere dell'intermediario dimostrare di avere adoperato la specifica diligenza richiesta dallo svolgimento dello sua attività professionale.

Come è possibile immaginare, un tale rimedio non può coprire tutta la gamma di casi che possono essere portati all'attenzione delle corti; per tali motivi, ormai da tempo, la giurisprudenza cerca di dare delle risposte che siano al tempo stesso soddisfacenti sul piano sostanziale e logiche sul piano giuridico. Per quel che qui interessa, diverse sono state le ricostruzioni giuridiche delle operazioni finanziarie: le difficoltà sorgono poiché si tratta di qualificare non un unico rapporto contrattuale, bensì un rapporto originario, a cui seguono diversi e molteplici atti esecutivi. In passato, un'opinione dottrinale³⁶¹ si esprimeva in termini di contratto unitario di mandato: in altre parole, vi sarebbero un originario ed analitico contratto tra la banca intermediaria ed il cliente investitore, all'interno del quale vengono indicati i criteri e fornite le indicazioni per gli investimenti futuri, e successivi atti esecutivi dell'originario incarico. Un'altra opinione in letteratura³⁶² si è pronunciata in termini di ordinario contratto d'opera professionale, con la conseguente possibilità di far sorgere il vincolo anche sulla base del mero "contatto sociale" tra l'intermediario ed il cliente: in quest'ottica, diviene irrilevante verificare la presenza ed analizzare la struttura dell'originario

³⁶¹ S. GUADAGNO, *Violazione degli obblighi di informazione nell'attività di intermediazione finanziaria: quali rimedi?* nota a Trib. Firenze, 21 giugno 2006, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2007, p. 545 ss.; F. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contratto e Impresa*, 2005, p. 889 ss.

³⁶² Così S. PANZINI, *Violazione dei doveri d'informazione da parte degli intermediari finanziari tra culpa in contrahendo e responsabilità professionale*, in *Contratto e impresa*, 2007, p. 1007 ss.

contratto di intermediazione finanziaria³⁶³. Infine, l'opinione attualmente prevalente sia in letteratura che in giurisprudenza³⁶⁴ ricostruisce l'intermediazione finanziaria in termini di collegamento negoziale tra un originario ed indispensabile contratto presupposto (contratto quadro) e successivi ordini di investimento.

L'espressione più compiuta di questo filone risulta essere una sentenza della Suprema Corte di Cassazione del 2009, che verte sul nesso causale e sulla sua prova, laddove si statuisce che è condizione indefettibile della risarcibilità del danno la sussistenza del nesso di causalità tra violazione della norma comportamentale da parte dell'intermediario ed il danno subito dall'investitore³⁶⁵ e che, in caso di conflitto di interessi o di investimento inadeguato, non è onere dell'attore fornire la relativa prova, poiché il nesso causale a quel punto è in *re ipsa* e comporta sempre il risarcimento pieno del danno³⁶⁶.

Sul punto, dunque, la decisione segue un percorso ormai pacifico: per la giurisprudenza di merito e di legittimità, una volta dimostrato che le obbligazioni oggetto della lite non rientravano nella categoria di rischio normalmente assunto dall'investitore - e dunque non potevano essere considerate adeguate -, sia per presumere che egli, qualora fosse stato correttamente informato, avrebbe rifiutato quell'investimento³⁶⁷.

Da tali statuizioni emerge, dunque, lo stretto ed inscindibile legame fra valutazione di adeguatezza di un'operazione e verifica della sussistenza del nesso di causalità fra omissioni informative e danno subito dall'investitore, con la conseguenza che, una volta accertata l'inadeguatezza di un investimento, non può non dichiararsi sussistente tale nesso causale.

³⁶³ A. PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI, V. SANTORO, *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Giappichelli, Torino, 1999.

³⁶⁴ Così Cass. SS.UU., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 604 e Cass. SS.UU., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 344, nonché Trib. Ferrara, 25 febbraio 2005, in *Contratti*, 2006, p. 12 e Trib. Monza, 27 luglio 2004, in *Resp. civ. e prev.*, 2005, p. 135. La giurisprudenza è ormai pressoché concorde nell'accostare l'obbligo di forma scritta ai sensi dell'art. 23 TUF solo al contratto quadro e non ai singoli ordini di acquisto: Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2006, I, p. 593; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Giur. comm.*, 2005, II, p. 480.

³⁶⁵ G. AFFERNI, *Causalità e danno nella responsabilità civile per false informazioni sui mercati finanziari: il caso Italease*, in *Società*, 2015, p. 849 ss.; P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in E. GABRIELLI, R. LENER, cit. (nt. 46), p. 239 ss.; V. MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 2008, p. 233; A. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1012 ss.

³⁶⁶ La giurisprudenza di legittimità (cfr. Cass. civ., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Giur. it.*, 2010, p. 2327) ha sancito che detta prova può essere fornita dall'investitore anche mediante ricorso a presunzioni. D. ROSCIANI, *Quanti contatti? Ogni cliente è diverso*, in *Il Sole 24 Ore*, 7 luglio 2015.

³⁶⁷ "Il nesso di causalità non può mai essere valutato in senso naturalistico, dovendosi invece seguire un criterio necessariamente ipotetico o virtuale in forza del quale sia possibile presumere che, in presenza delle informazioni sul rischio dell'investimento omesse, il comportamento virtuale del danneggiato si sarebbe discostato da quello storico" (Trib. Taranto, 19 gennaio 2010, n. 104). "Esigere una rigorosa prova del nesso causale tra la mancata informazione e il danno cagionato dall'operazione significherebbe onerare il cliente di una probatio diabolica che finirebbe per svuotare completamente di contenuto la normativa posta a tutela dei suoi interessi" (Trib. Udine, 5 marzo 2010, in *Corr. merito*, 2010, p. 721 ss.). A. IORIO, *Meno sanzioni agli intermediari*, in *Il Sole 24 Ore*, 6 giugno 2015.

La novità della decisione in commento risiede nel fatto di aver sancito che detto nesso causale comporta sempre il risarcimento pieno del danno, a discapito dell'ammissione di un mero risarcimento parziale (di una percentuale del danno). Ne consegue che, a quel punto, il danno deve necessariamente coincidere con l'intera perdita subita, anche nella deniegata ipotesi in cui – ad esempio – emerga che l'investitore avrebbe investito in titoli di minor valore³⁶⁸.

Ciò si pone in continuità con quanto già statuito dalla Cassazione a Sezioni Unite nel 2007, con le note sentenze nn. 26724 e 26725. La giurisprudenza, in tali casi, ha rigettato la tesi della nullità del contratto – che pure aveva preso piede negli anni precedenti³⁶⁹ – affermando che nel nostro ordinamento sono presenti efficaci rimedi esperibili dal contraente debole, il risparmiatore, che vuole ottenere un immediato risarcimento del danno. Infatti, come anticipato, l'articolo 23, c. 6, TUF sancisce che nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento di servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta³⁷⁰. Questa disposizione, in termini processuali, si traduce in un'agevolazione probatoria a favore dell'attore (ovvero l'investitore) nei giudizi di responsabilità per danni proposti a carico dell'intermediario. L'obiettivo della disposizione è, evidentemente, quello di avvantaggiare la parte contrattuale che si viene a trovare in una posizione di netta debolezza in fase di stipulazione di contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari. In altri termini, spetterà alla banca l'onere di dimostrare di non aver danneggiato i risparmiatori, provando innanzitutto di aver informato adeguatamente il cliente e, poi, di aver agito con la specifica diligenza richiesta³⁷¹.

Ridefinire CMU? Dal momento che è stato annunciato per la prima volta, il termine Capital Markets Union (CMU) è stato interpretato in diversi modi, che hanno lasciato

³⁶⁸ F. ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Giappichelli, Torino, 2006; G. PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, p. 1027.

³⁶⁹ V. ROPPO, G. AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, p. 33.

³⁷⁰ Così Vecchio *divieto operativo solo con accordo tra banca e cliente. A Verbania una sentenza non «considera» il regolamento Cidr*, in *Il Sole 24 Ore Plus*, 13 giugno 2015; G. AFFERNI, cit. (nt. 58), p. 874 ss; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I contratti*, 2008, p. 393 ss.

³⁷¹ App. Torino, 12 aprile 2012, n. 615, disponibile su www.ilcaso.it. Per quanto attiene il danno da investimento in obbligazioni Parmalat, la Corte evidenzia che il *default* del gruppo si verificò repentinamente e colse impreparato il mercato; altrettanto indubbio, però, è che tale impreparazione avrebbe dovuto cogliere esclusivamente quei soggetti "non addetti ai lavori", ma vi erano plurimi elementi in cui quanto meno gli intermediari avrebbero potuto e dovuto ravvisare campanelli di allarme che segnalavano una estrema rischiosità (se non, addirittura, prevedevamo direttamente il fallimento della società) degli investimenti in titoli emessi dalle società del gruppo Parmalat. A. ARROTINO, R. RAZZANTE, *Investitore agevolato davanti al giudice*, in *Il Sole 24 Ore*, 31 dicembre 2015.

finalmente il significato della parola «Unione» in gran parte indefinita e in gran parte secondari di un elenco di proposte per rilanciare gli investimenti nell'Unione europea. Il piano d'azione europeo rilasciato dalla Commissione europea estende il campo di applicazione della CMU al di là delle frontiere del mercato unico per includere politiche di investimento nel settore della finanza a lungo termine, come la ricalibrazione degli oneri di capitale in Solvency II e nella direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD) IV per gli investimenti in infrastrutture, nonché gli adeguamenti ai requisiti del prospetto per facilitare l'accesso delle PMI ai mercati finanziari. Nonostante i loro obiettivi riconoscibili, le politiche di investimento si applicano se esistono o meno un unico mercato europeo dei prodotti finanziari e non necessariamente promuovono l'integrazione, ma possono diluirlo. Per esempio, riducendo i requisiti patrimoniali per un settore specifico, la politica d'investimento potrebbe forse rafforzare quel settore, che potrebbe essere forte in un paese specifico, a causa delle politiche nazionali che sovvenzionano la sua crescita e la creazione all'interno dei confini nazionali. Di conseguenza, questo settore potrebbe non essere in grado di promuovere l'integrazione transfrontaliera e, allo stesso tempo, costituire un ostacolo ai fornitori transfrontalieri per entrare nel mercato interno. Il risultato finale potrebbe essere un'ulteriore allargamento delle divergenze tra gli Stati membri e un ostacolo allo sviluppo di un'industria paneuropea che non può emergere in seguito alla concorrenza transfrontaliera. Dall'introduzione della moneta unica, il processo di integrazione finanziaria è stato dominato da prestiti interbancari senior (fino al 2010-11), che entravano troppo rapidamente in alcuni sistemi bancari nazionali e hanno gonfiato le bolle di asset. Un processo di integrazione finanziaria più equilibrata, con più finanziamenti basati sul mercato (in particolare, equità) che garantisce la condivisione dei rischi trasversali, può migliorare la stabilità del sistema finanziario e, in ultima analisi, ridurre i rischi dei voli di capitali (e delle banche locali) con una prolungata Crisi del credito. Inoltre, nella regione, il problema è stato particolarmente aggravato nell'area dell'euro perché la capacità fiscale del governo locale non è stata in grado di offrire un backstop credibile per evitare voli di capitali, i cui effetti negativi sono poi passati ai paesi non dell'euro in termini di Una notevole riduzione delle transazioni finanziarie. Di conseguenza, la mancanza di diversificazione del sistema finanziario ha aumentato ulteriormente la concentrazione dei rischi negli Stati membri, guidati da istituzioni finanziarie che si ritraggono all'interno delle loro frontiere nazionali, indipendentemente dal fatto che il singolo paese sia all'interno o all'esterno dell'Unione monetaria³⁷². Di

³⁷² Mentre è vero che la condivisione dei rischi nell'area dell'euro è più bassa rispetto al resto dell'Europa Unione, le prove mostrano come la diversificazione finanziaria sia molto bassa e al di fuori dell'unione

conseguenza, A seguito delle crisi finanziarie e sovrane, il progetto del processo di integrazione finanziaria è emerso come una sfida cruciale per il futuro dell'Unione europea³⁷³.

"Nel tempo credo che dobbiamo integrare le nuove regole europee per le banche con un'Unione dei mercati dei capitali. Per migliorare il finanziamento della nostra economia, dobbiamo sviluppare ulteriormente e integrare i mercati dei capitali ""Over time, I believe we should complement the new European rules for banks with a Capital Markets Union. To improve financing of our economy, we should further develop and integrate capital markets""³⁷⁴.

Soprattutto, il finanziamento del mercato offre una maggiore dispersione e assorbimento del rischio in caso di shocks permanenti, ad es. Una flessione strutturale dei prezzi delle attività. La capacità di assorbimento allora aumenta se l'integrazione favorisce una maggiore partecipazione transfrontaliera di azioni. Il finanziamento basato sul mercato, inoltre, fornisce un processo di tariffazione trasparente e standardizzato e favorisce l'innovazione finanziaria che soddisfa le esigenze di una moltitudine di agenti. Tuttavia, i meccanismi dei prezzi basati sul mercato dovrebbero essere bilanciati con più basati su informazioni private (come la finanza bancaria), poiché i mercati forniscono una forma di finanziamento pro-ciclica e possono produrre un impatto sul mercato a causa della moltitudine di agenti che Si comporterà strategicamente quando operi in un mercato con elevati costi di monitoraggio (dispersione). L'equilibrio in Europa oggi è ancora favorevole ai meccanismi di finanziamento basati su informazioni private, con le banche che svolgono un ruolo dominante. Tuttavia, più finanziamenti basati sul mercato non possono provenire da un ambiente europeo frammentato con piccoli e sconnessi pool di liquidità. Il "U" di "Union" nell'acronimo "CMU" svolge quindi un ruolo fondamentale per garantire un processo di integrazione più sostenibile che possa sviluppare mercati di capitali efficienti e stabili in Europa. In particolare, il processo di integrazione può aumentare la capacità di sostenere nuovi investimenti attraverso la creazione di collegamenti vitali tra pool di liquidità attualmente bloccati nei mercati nazionali principalmente nei depositi delle famiglie.

Il piano per migliorare le fonti di finanziamento basate sul mercato e aumentare la

monetaria.

³⁷³ Juncker, 2014, European Commission, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, The Five Presidents Report, 2015, p. 12 consultabile si http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetaryunion/docs/5-presidents-report_en.pdf.

³⁷⁴ Juncker, 2014, European Commission, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, The Five Presidents Report, 2015, consultabile si http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetaryunion/docs/5-presidents-report_en.pdf.

diversificazione finanziaria fisserebbe il gasdotto attraverso il quale i flussi di capitali si muovono in tutta Europa in modo da sbloccare nuove opportunità di finanziamento per le aziende con un rischio di perdite limitato (voli di capitali). Un'infrastruttura di mercato più integrata e le norme relative alla divulgazione per rendere i dati sulle imprese più comparabili sono solo alcune delle misure necessarie per risolvere il gasdotto e evitare squilibri dei flussi di capitali.

L'eliminazione di barriere giuridiche ed economiche all'integrazione può stimolare il mercato unico dei flussi di capitali, aumentando così la concorrenza tra i prestatori di servizi e riducendo il cuneo tra costi del capitale per gli emittenti e rendimenti per gli investitori, aumentando la disponibilità dei fondi e stimolando un finanziamento più efficiente Industria, con maggiori investimenti nell'innovazione e infine più sviluppo finanziario. Inoltre, l'espansione dei mercati dei capitali non può necessariamente venire a discapito del tradizionale canale di prestito bancario, ma può piuttosto condurre i sistemi bancari ad integrare ulteriormente la frontiera. In effetti, la bancaria transfrontaliera in Europa è ancora molto limitata e poco sviluppata.

Inoltre, la creazione di un mercato integrato può effettivamente aumentare la dimensione della liquidità disponibile rendendo l'Europa più competitiva nel sistema finanziario globale. Questa possibilità ridurrebbe la necessità di ridurre in modo eccessivo le dimensioni del sistema bancario per sviluppare mercati dei capitali, con forse negativi effetti negativi temporanei sulla disponibilità di finanziamenti per l'economia dell'UE.

Infine, la condivisione dei rischi a livello trasversale della CMU è fortemente complementare alla condivisione intertemporale dei rischi privati dell'Unione bancaria (BU). Tuttavia, la CMU in qualche modo si differenzia per molti motivi importanti. La CMU si applica a tutta l'Unione europea e non ad un sottoinsieme di paesi, come il BU. In secondo luogo, non richiede necessariamente la creazione di una nuova architettura istituzionale (approccio top-down) e di un meccanismo di ripartizione dei rischi pubblici (come il ripristino fiscale comune per i depositi bancari), ma piuttosto si basa su una serie di azioni per rafforzare Quadro istituzionale attorno alle attuali istituzioni e affrontare le carenze del sistema di regolamentazione e di vigilanza emergenti nell'attuale trading transfrontaliero (approccio bottom-up). In terzo luogo, nonostante la sua importanza per promuovere la progettazione delle politiche di integrazione dell'UE, la CMU non deve affrontare una crisi in corso, per cui può essere attentamente progettata per affrontare le principali differenze tra i sistemi giuridici attraverso un approccio graduale nei prossimi quattro o Almeno cinque anni.

2.5 Conclusioni

L'integrazione finanziaria nell'Unione europea è stata un processo a lungo termine, iniziato nel 1957, che ha coinvolto un'interazione complessa di fattori economici, sociali e politici. L'integrazione finanziaria è il processo attraverso il quale le regioni o i paesi diventano più finanziariamente interconnessi, producendo in ultima analisi la condivisione di rischi privati per resistere agli shock asimmetrici e alla convergenza dei prezzi e dei rendimenti per attività e servizi finanziari. Un aumento delle partecipazioni transfrontaliere sarebbe un proxy della condivisione dei rischi privati.

La grande crisi finanziaria che ha colpito l'Europa, insieme ad altre economie avanzate, ha messo in rilievo una debolezza strutturale di lunga data dell'economia europea: l'eccessiva affidabilità del suo sistema bancario. A seguito della crisi, i mercati dei capitali europei sono emersi ancora più chiaramente come sottosviluppati rispetto alla sofisticazione e alla maturità dell'economia europea. Questa debolezza si è manifestata in due sviluppi che hanno aggravato la crisi. In primo luogo, un'integrazione finanziaria insufficiente ha severamente limitato la capacità delle transazioni finanziarie transfrontaliere a mutare gli shock che, in particolare nell'area dell'euro, hanno causato una separazione persistente tra "core" e "periferia". In secondo luogo, poiché il sistema bancario non è stato in grado di intermediare un adeguato importo di fondi a costi ragionevoli, l'economia europea ha incontrato gravi problemi di finanziamento, con conseguenze macroeconomiche inevitabilmente deleterie. La Commissione europea ha quindi ragione nell'individuare la necessità di sviluppare una vera Unione sul mercato dei capitali (CMU). CMU è un'opportunità per rilanciare l'integrazione finanziaria, su un piano più saldo, dopo la crisi. Questo progetto si applica all'intera UE, ma assume un significato particolare per l'area dell'euro. Insieme all'unione bancaria, è un passo fondamentale per costruire la condivisione del rischio privato e verso la conclusione di ciò che il trattato di Maastricht aveva lasciato incompleta. L'esperienza difficile nell'edilizia dell'Unione bancaria (BU), con i suoi tre componenti di singola supervisione, una risoluzione singola e una garanzia di un deposito, conferma che emergono difficoltà intellettuali e pratiche passando da un concetto generale all'attuazione. Il compito non è reso più agevole nel caso della CMU dal fatto che si differenzia dalla BU in quanto richiede un approccio "bottom-up", che non necessariamente richiede una nuova architettura istituzionale.

Mercati europei di capitali più integrati sono stati un atteso risultato delle politiche europee, per assicurare una maggiore stabilità finanziaria e un finanziamento sufficiente per le imprese dell'UE in competizione in un'economia globale. L'integrazione finanziaria stimola

ulteriormente lo sviluppo finanziario, che può in ultima analisi favorire lo sviluppo economico e quindi produrre più crescita e occupazione.

La mancanza di condivisione del rischio trasversale in Europa è la principale fonte della recente riduzione dei flussi di capitali a causa della crisi, dopo aver inondato con il credito paesi dell'Europa meridionale negli ultimi anni. La frammentazione finanziaria è ormai un importante contributore al crescente divario di finanziamento per le aziende in una fase iniziale di sviluppo che necessitano di iniezioni di liquidità rapide e per le medie imprese in rapida crescita che cercano economiche e stabili (azioni o debiti) Opportunità di finanziamento per espandere la propria attività commerciale.

Migliorare la qualità del processo di integrazione finanziaria è un obiettivo fondamentale del progetto del sindacato dei capitali, che dovrebbe favorire la rimozione di ostacoli giuridici ed economici alla libera circolazione dei capitali e dei servizi finanziari al fine di creare un cross complementare a livello europeo - il meccanismo di ripartizione privata del rischio privato per sostenere quelli pubblici.

Mentre la CMU e l'Unione bancaria mirano a una condivisione di rischio più riservata, si differenziano per alcuni aspetti. In particolare, la CMU non può necessariamente richiedere la creazione di nuove istituzioni e meccanismi di ripartizione dei rischi pubblici, come un comune backstop fiscale per i depositi bancari. Il piano CMU dovrebbe comportare una serie di riforme per riorganizzare e rafforzare l'attuale quadro istituzionale e per eliminare le grandi barriere economiche e giuridiche, in modo da lasciare al mercato unico la decisione se l'Europa necessita di 28 mercati azionari. A differenza dell'Unione bancaria, non esiste alcuna emergenza nel sistema finanziario che richiede una risposta politica immediata. CMU può essere diffusa nel corso degli anni, ma con una tempistica dettagliata e ferma, oltre che obiettivi misurabili, per garantire la certezza.

In definitiva, ci potrebbero anche essere collegamenti diretti tra shock di liquidità nel sistema bancario e shock nei mercati finanziari. I commercianti utilizzano il capitale e qualsiasi problema nell'aumento dei fondi può effettivamente aggravare l'illiquidità del mercato e viceversa. Il mercato e l'illiquidità dei finanziamenti possono rafforzarsi.³⁷⁵ Di conseguenza, sia i mercati che gli intermediari devono affrontare il rischio di profezie autodemolutive. Un backstop fiscale, un prestatore di ultima istanza e un sistema giuridico sano sono le garanzie chiave per proteggere questo delicato equilibrio basato sulla fiducia e

³⁷⁵ BRUNNERMEIER, PEDERSEN, *Market Liquidity and Funding Liquidity*, in *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 6, 2009, pp. 2201-2238. Per una revisione del processo di liberalizzazione del capital account, vedere Eichengreen (2001).

quindi sul sistema da una "cattiva profezia". Per limitare gli effetti negativi, l'integrazione finanziaria può in particolare produrre meccanismi di condivisione dei rischi³⁷⁶, cioè l'integrazione finanziaria è una condizione preliminare per lo sviluppo Di alcuni meccanismi di condivisione dei rischi senza alcuna causalità inversa³⁷⁷. La condivisione dei rischi migliora l'allocazione del capitale, quindi il rischio è sostenuto da coloro che possono sopportare la maggior parte e migliora l'allocazione degli asset. In altre parole, la condivisione dei rischi riduce la probabilità di un inversione di capitale durante le crisi finanziarie, poiché il rischio è condiviso in tutti i settori finanziariamente integrati. La zona euro, ad esempio, è un esempio di integrazione finanziaria con una limitata condivisione dei rischi, che ha esposto l'area ad un significativo inversione di capitali dall'inizio della crisi sovrana in avanti. La condivisione dei rischi avviene attraverso una maggiore diversificazione dei rischi, compreso il rischio derivante da shock nazionali³⁷⁸. Secondo Allen & Gale (1995, 1997)³⁷⁹, la condivisione dei rischi può avvenire attraverso una riduzione dei rischi cross-sectional e intertemporal. Come testimonianza sui flussi di capitale nelle economie bancarie³⁸⁰, una combinazione di tipi di condivisione dei rischi determina la qualità dell'integrazione finanziaria e quindi la stabilità dei flussi di capitali durante shock permanenti asimmetrici.

La condivisione dei rischi trasversali si verifica principalmente attraverso meccanismi di mercato che consentono di distribuire il rischio tra diversi agenti in un momento specifico. Questo meccanismo di condivisione dei rischi consente una facile liquidazione (uscita a destra), ma una minore stabilità nel tempo, in quanto gli agenti sono meno resilienti ai fattori ciclici. La proprietà azionaria transfrontaliera (holding non controllante) è un esempio di condivisione dei rischi trasversali. Questo meccanismo funziona meglio in caso di reddito permanente o shock di consumo. Permette inoltre una maggiore diversificazione degli shock o degli urti specifici del paese provenienti da una determinata entità o area geografica. Tuttavia, la condivisione dei rischi trasversali può promuovere la specializzazione attraverso il

³⁷⁶ SORENSEN, YOSHA, *International risk sharing and European monetary unification*, in *Journal of International Economics*, V. 45, No. 2, 1998, pp. 211-238; OBSTFELD, ROGOFF, *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge MA, MIT Press; ASDRUBALI, SORENSEN, YOSHA, *Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–1990*, in *The Quarterly Journal of Economics*, V. 111, No. 4, 1996, pp. 1081-1110; OBSTFELD, *The Logic of Currency Crises*, NBER Working Paper No. 4640, pp. xxx.

³⁷⁷ RANGVID, SANTA-CLARA, SCHMELING, *Capital Market Integration and Consumption Risk Sharing over the Long Run*, in *Journal of International Economics*, V. 103, 2016, pp. 27–43.

³⁷⁸ JAPPELLI, PAGANO, *Financial Market integration under EMU*, Goethe University Frankfurt, CFS Working Paper, No. 33, 2008; KOSE, PRASAD, ROGOFF, WEI, *Financial globalization: a reappraisal*, National Bureau of Economic Research Working Paper, No. w12484, 2006 August.

³⁷⁹ ALLEN, GALE, *Financial markets, intermediaries, and intertemporal smoothing*, in *Journal of Political Economy*, V. 105, No. 3, 1997, pp. 523-546; ALLEN, GALE, *A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US*, in *European Economic Review*, V. 39, 1995, pp. 179-209.

³⁸⁰ MILESI-FERRETTI, TILLE, *The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis*, in *Economic Policy*, V. 26, No. 66, 2011, pp. 285-342.

canalizzazione dei flussi di capitali verso settori che hanno un vantaggio comparato, creando in ultima analisi esposizioni agli shock industriali specifici³⁸¹.

Gli enti creditizi, cioè entità che offrono servizi di trasformazione in liquidità e maturità, praticano principalmente la riduzione dei rischi intertemporali dei consumi per le famiglie e le spese per le imprese, tipicamente attraverso l'accumulazione di beni sicuri. Ad esempio, i prestiti o i prodotti assicurativi forniscono rispettivamente consumi intertemporali e ottimizzazione del reddito. Questo tipo di condivisione dei rischi è particolarmente efficace per gli shock temporanei, garantendo così una maggiore stabilità con finanziamenti meno ciclici. I mercati possono anche offrire una condivisione dei rischi intertemporali, ma le attività del mercato secondario e la contabilità tra mercato possono limitare la funzione intertemporale. Un meccanismo intertemporale di ripartizione dei rischi può anche essere più soggetto a shock di entità, in quanto è fornito in gran parte da intermediari che possono essere più geograficamente concentrati e soggetti a prevenzione domestica. Se gli shock sono permanenti, la bias domestica può portare ad una riduzione dei rischi³⁸².

I canali di condivisione dei rischi possono essere istituzionali, ad es. Basato su un'istituzione finanziaria o un governo, o basato sul mercato. I mercati e le istituzioni, quindi, determinano l'insieme delle attività che gli individui / entità accumulano nell'economia³⁸³. La condivisione dei rischi basata su istituti fornisce una maggiore personalizzazione per la singola entità che cerca un meccanismo di flessione dei rischi, mentre i meccanismi basati sul mercato offrono una liquidazione più facile guidata dalla standardizzazione degli strumenti di condivisione dei rischi. Ciò rende l'ex spesso meccanismo di finanziamento più stabilizzato e quindi più stabile, più efficace per la riduzione del rischio intertemporale. La condivisione dei rischi basata sul mercato offre una maggiore accessibilità e liquidazione grazie a contratti finanziari altamente standardizzati, che lo rendono più adatto alla condivisione dei rischi trasversali. I mercati e l'intermediazione basata sulle istituzioni sono pertanto complementari per il sano funzionamento del sistema finanziario. I mercati sono quindi più resilienti agli shock permanenti, mentre gli intermediari forniscono un buffer migliore per (frequenti)

³⁸¹ KOSE, PRASAD, ROGOFF, WEI, *Financial globalization: a reappraisal*, National Bureau of Economic Research Working Paper, No. w12484, 2006 August; KOSE, PRASAD, TERRONES, *Volatility and co-movement in a globalized world economy: an empirical exploration*, in SIEBERT, (ed.), *Macroeconomic Policies in the World Economy*, Berlin, Springer, 2004.

³⁸² SORENSEN, WU, YOSHA, ZHU, *Home bias and international risk sharing: Twin puzzles separated at birth*, in *Journal of International Money and Finance*, V. 26, 2007, pp. 587-605.

³⁸³ ALLEN, GALE, *Comparing Financial Systems*, Cambridge MA, MIT Press, 2000; ALLEN, GALE, *A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US*, in *European Economic Review*, V. 39, 1995, pp. 179-209.

temporanei³⁸⁴.

Ci sono prove miste se l'integrazione finanziaria porta sempre ad una corretta condivisione dei rischi³⁸⁵. Tuttavia, la condivisione dei rischi in un ambiente internazionale avviene tramite i seguenti strumenti³⁸⁶: Investimenti diretti esteri (di seguito "FDI") e investimenti in portafoglio azionario; Altri investimenti di portafoglio (inclusi titoli di credito e titoli di debito); Guadagni; Trasferimenti fiscali; Mobilità del lavoro.

Secondo Boot & Thakor (1997)³⁸⁷, un sistema finanziario è prevalentemente dominato dalla banca all'inizio della sua infanzia, mentre diventa più dominato dal mercato quando cresce il livello di sofisticazione (e la qualità dei mutuatari). In effetti, lo sviluppo finanziario è fondamentale per lo sviluppo economico³⁸⁸, che in ultima analisi migliora la qualità dei mutuatari e può quindi portare a un maggiore sviluppo del mercato finanziario. Ciò potrebbe richiedere un ciclo virtuoso in cui la struttura finanziaria e lo sviluppo si rafforzano reciprocamente.

Il sistema finanziario europeo si basa fortemente sull'intermediazione bancaria tradizionale. Le attività bancarie sono di circa tre volte la dimensione del prodotto interno lordo (PIL) nominale, che è ancora più grande del settore bancario in Cina. È ancora più grande della dimensione combinata dei mercati dei titoli di debito azionari, governativi e societari. Questa situazione ha recentemente portato l'organo consultivo scientifico del Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB), che sostiene la sorveglianza macroprudenziale delle banche centrali dell'Unione europea, a sostenere le azioni per ridurre il sistema finanziario "overbanked"³⁸⁹. Poiché i debiti procedono a un ritmo lento, i mercati dei titoli potrebbero svilupparsi ulteriormente per raggiungere una dimensione comparabile ad altre regioni del mondo e ridurre il peso relativo del settore bancario.

Tuttavia, l'integrazione finanziaria può anche produrre effetti collaterali negativi. Rende le regioni coinvolte più finanziariamente interconnesse, che possono portare a movimenti di capitali gradualmente o improvvisi di grande entità. L'integrazione finanziaria può quindi

³⁸⁴ BOLTON, CHEN, WANG, *Market timing, investment, and risk management*, in *Journal of Financial Economics*, V. 109, 2013, pp. 40–62.

³⁸⁵ KOSE, PRASAD, TERRONES, *Does financial globalisation promote risk sharing?*, in *Journal of Development Economics*, Vol. 89, 2009, pp. 258-270.

³⁸⁶ KALEMLI-OZCAN, SORENSEN, *Asymmetric shocks and risk sharing in a monetary union: Updated evidence and policy implications for Europe*, CEPR Discussion Paper, No. 4463, CEPR London, June 2004; ASDRUBALI, SORENSEN, YOSHA, *Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–1990*, in *The Quarterly Journal of Economics*, V. 111, No. 4, 1996, pp. 1081-1110.

³⁸⁷ BOOT, THAKOR, *Financial System Architecture*, in *Review of Financial Studies*, Vol. 10, No. 3, 1997, pp. 693-733.

³⁸⁸ GOLDSMITH, *Financial structure and development*, New Haven CT, Yale University Press, 1969.

³⁸⁹ PAGANO, LANGFIELD, ACHARYA, BOOT, BRUNNERMEIER, BUCH, HELLWIG, SAPIR, VAN DEN BURG, *Is Europe overbanked?*, Report No.4 of the European Systemic Risk Board's Advisory Scientific Committee, 2014.

diffondere più facilmente il contagio in caso di crisi finanziaria se non è ben progettato. Gli interventi politici e normativi dovrebbero garantire un'efficace eliminazione delle barriere alla circolazione transfrontaliera di capitali e servizi al fine di consentire la diffusione di titoli di attività straniere diversificate nell'area integrata. Meccanismi privati di sorveglianza del mercato e flussi di informazione sono importanti per affrontare gli squilibri di capitale nel sistema finanziario. Ma la presenza di agenti privati non è una condizione sufficiente per gestire il rischio nei mercati finanziari. A seconda del livello di integrazione finanziaria, sia i mercati che gli istituti finanziari possono essere soggetti a crisi scatenate da profezie autodemolitive³⁹⁰, che possono essere innescati dall'accelerazione dei movimenti di capitali che Un ciclo economico temporaneo in discesa o il fallimento di un importante istituto finanziario o di una società può causare (eventi di sunspot) o da un rischio complessivo con un deterioramento dei fondamenti e dei fallimenti delle imprese non finanziarie³⁹¹. Per le banche, questa fragilità deriva dalla mancata corrispondenza di asset / liability intrinseca nella natura delle attività bancarie³⁹², che creano una regola di primo passo per i riacquisti di depositi bancari³⁹³. Ciò significa che, anche se la banca può subire una crisi temporanea di liquidità, il rischio che tale problema di liquidità influenzerà la solvibilità della banca aumenta le aspettative autofirmanti che la banca possa essere insolvente, provocando quindi una corsa bancaria, Compiendo profezie. Con alcuni avvertimenti, questo vale anche per i mercati finanziari. Nel caso dei mercati, la specializzazione del settore crea la mancata corrispondenza della liquidità con il tentativo di liquidazione immediata che si verifica in uno shock di liquidità. Quando le aspettative riguardanti l'illiquidità del mercato sono elevate, cioè l'incapacità temporanea di trovare un prezzo di compensazione del mercato che sia in linea con la domanda fondamentale di tale strumento finanziario, la mancanza di partecipazione aggraverà l'illiquidità e ridurrà i prezzi dai fondamentali. La liquidità genera la liquidità³⁹⁴ allo stesso modo in cui l'illiquidità genera l'illiquidità. Gli effetti di rete svolgono un ruolo fondamentale nella costruzione di profezie auto-soddisfacenti. Secondo il tipo e l'intensità

³⁹⁰ DIAMOND, DYBVIK, *Bank runs, deposit insurance, and liquidity*, in *Journal of Political Economy*, 1983, pp. 401-419; ALLEN, GALE, *Optimal Financial Crises*, in *Journal of Finance*, V. 53, No. 4, August 1998.

³⁹¹ GORTON, *Banking Panics and Business Cycles*, Oxford Economic Papers, New Series, Vol. 40, No. 4, December 1988, pp. 751-781

³⁹² DIAMOND, RAJAN, *Banks, short-term debt and financial crises: theory, policy implications and applications*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 54, 2001, pp. 37-71.

³⁹³ GORTON, *Banking Panics and Business Cycles*, Oxford Economic Papers, New Series, V. 40, No. 4, December 1988, pp. 751-781.

³⁹⁴ FOUCAULT, PAGANO, ROELL, *Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy*, Oxford University Press, 2013; PAGANO, *Trading Volume and Asset Liquidity*, in *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, No. 2, May 1989, pp. 255-274; ADMATI, PFLEIDERER, *A Theory of Intraday Patterns: Volume and Price Variability*, in *Review of Financial Studies*, V. 1, No. 1, 1988, pp. 3-40.

dello shock, la gestione della liquidità del mercato può anche assumere la forma di una vendita di cessione di beni³⁹⁵.

Il dibattito beneficerà di una chiara articolazione dell'obiettivo della CMU. Sugeriamo che l'agenda del CMU dovrebbe mirare a consentire l'accesso degli agenti economici dell'UE alle migliori opzioni di finanziamento, pur salvaguardando la stabilità finanziaria. Questa definizione evidenzia le principali differenze, in particolare, con l'unione bancaria attualmente in fase di attuazione. La definizione indica che il focus CMU non è il settore finanziario ma l'economia europea più ampia. Le preoccupazioni di stabilità non sono il pilota primario, ma solo un controllo dello sviluppo della CMU. Le questioni istituzionali non sono al centro del progetto CMU, anche se potrebbero essere necessari cambiamenti istituzionali per raggiungere i propri obiettivi. Il suo ambito geografico non è centrato sull'area dell'euro, ma si estende all'intera UE (vedi sotto). Infine, non ultimo, non è innescato dalle sfide di gestione delle crisi, ma fa parte di un più ampio programma a lungo termine di riforme strutturali a livello dell'UE. Le banche svolgono una parte vitale nei mercati di capitali, anche nei sistemi in cui le finanze non bancarie sono relativamente più sviluppate che nell'UE. Pertanto, le politiche ben progettate per le banche e i mercati dei capitali possono rafforzare reciprocamente.

Dopo il crollo causato dalle crisi finanziarie e sovrane, l'integrazione finanziaria (misurata da indicatori di prezzo e quantità) è gradualmente aumentata. Gli indicatori di quantità hanno continuato a convergere, ma la convergenza degli indicatori di prezzo è ancora ben al di sotto dei livelli pre-crisi. La crescita anticiclica delle partecipazioni transfrontaliere, rispetto alla diminuzione delle partecipazioni in titoli di debito transfrontaliere, mostra la capacità dei flussi di capitale a resistere agli shock asimmetrici.

La struttura del sistema finanziario europeo si basa fortemente sulla tradizionale intermediazione bancaria, che è ancora più grande del settore in Cina.

I mercati dei capitali europei sono complessivamente inferiori ai mercati degli Stati Uniti e del Giappone. I mercati azionari sono anche più piccoli rispetto ai mercati cinesi in percentuale del PIL.

Inoltre, il rilascio di istituzioni governative e finanziarie porta i mercati del debito, mentre il mercato delle obbligazioni societarie è solo il 12% del PIL.

³⁹⁵ SHLEIFER, VISHNY, *Fire Sales in Finance and Macroeconomics*, in *Journal of Economic Perspectives*, V. 25, No. 1, 2011 pp. 29-48; ALLEN, GALE, *Limited market participation and volatility of asset prices*, in *The American Economic Review*, V. 84, No. 4, 1994, pp. 933-955; SHLEIFER, VISHNY, *Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*, in *Journal of Finance*, VI. 47, No.4, 1992, pp. 1343-66.

Le European non-financial corporations' (NFCs) dipendono fortemente da prestiti bancari per finanziamenti, che rappresentano il 77% di tutti i fondi di debito NFC, contro il 40% negli Stati Uniti. Solo il 12% del finanziamento NFC è fornito dal rilascio del debito corporate, nonostante l'emissione netta positiva negli ultimi anni ha compensato il calo dei prestiti netti.

Con mercati estremamente frammentati e un'elevata incertezza nel sistema finanziario, l'avversione al rischio è a livelli storicamente elevati tra le famiglie europee, il 31% delle attività finanziarie detenute in contanti o depositi e solo il 23% in azioni e fondi di investimento rispetto al 13% e 44% % Rispettivamente negli Stati Uniti.

Ciononostante, la situazione varia notevolmente da un paese all'altro, mentre alcuni (come i Paesi Bassi e Paesi Bassi) investono regolarmente in fondi pensione e azioni, mentre molti altri (come la Grecia, la Spagna o anche l'Austria) dispongono di fondi e depositi superiori alla media. Prendendo in considerazione tutti i soldi e depositi che rientrano nel sistema per finanziare i prestiti domestici o aziendali (come il credito al consumo e il prestito ipotecario alle famiglie), stimiamo che circa 1.800 miliardi di euro di depositi o liquidità possano essere mobilitati e investiti in un redditività.

Il calo dei volumi di negoziazione, il rafforzamento dei requisiti patrimoniali (in particolare quelli che dispongono di grandi magazzini titoli) e un ambiente con tassi di interesse a lungo termine molto bassi hanno aumentato i costi delle grandi scorte e hanno spinto le banche del rivenditore a cessare le attività commerciali consolidate Ristrutturare l'intero modello di business. In alcuni casi, ciò comporta l'adozione di modelli ibridi più che combinano servizi di negoziazione di titoli e asset management.

Le evidenze sull'impatto sulla liquidità delle banche commercianti che restringono la loro attività sono miste, poiché l'ampliamento degli spread in alcuni mercati è compensato da nessun impatto o addirittura da miglioramenti in altri mercati. Ad esempio, nonostante il passaggio del mercato obbligazionario statunitense negli ultimi anni verso un modello più basato su agenti, la liquidità è ancora resistente. Di conseguenza, un mercato ben funzionante può sostituire alcune strutture di mercato incentrate sul commerciante, ma la transizione al nuovo modello è importante e dovrebbe essere attentamente monitorata.

Il settore finanziario, compresi gli intermediari diversi dalle banche, è attualmente in cima alla sua storia con un totale di circa 100 trilioni di euro. Mentre la dimensione totale non è diminuita, nonostante la crisi, il peso delle diverse componenti sta rapidamente cambiando.

L'industria del risparmio gestito è cresciuta ad un ritmo incredibile nel periodo post-crisi, raddoppiando i suoi attivi in gestione (da 9,9 miliardi di euro a 19,9 miliardi di euro) tra il

2008 e il 2014. Questa situazione è stata sostenuta dalla rapida riduzione delle partecipazioni dirette del mercato Dagli istituti di assicurazione e dai fondi pensione.

L'elevato numero di fondi e la piccola dimensione media mantiene un mercato frammentato e costoso per le unità di fondi di investimento in tutti gli Stati membri. Alla fine del 2010, il rapporto di spesa totale (TER) dei fondi europei è stato del 32% superiore all'equivalente americano. Da allora, questo divario si è allargato, poiché le commissioni americane sono diminuite a 120 punti base, mentre vi è una certa prova della stessa mossa in Europa. Le spese fisse (commissioni di sottoscrizione e rimborso) sono aumentate anche negli ultimi anni e le strutture delle tasse continuano a notevolmente divergere nei vari paesi.

Alla luce di quanto sopra esposto ed argomentato risulta evidente che, con riferimento alla disciplina del contratto ed ai rimedi contrattuali, la società si è trasformata in maniera nevrotica e – almeno in parte - imprevedibile, ma il diritto ha fatto fatica a soddisfare le nuove esigenze di efficienza dei mercati, in particolare in termini di trasparenza e tutela dei piccoli investitori.

Per decenni è stata prerogativa della legge garantire l'uguaglianza formale delle parti in fase di negoziazione contrattuale e, in tal modo, proprio il contratto è diventato simbolo dell'uguaglianza giuridica dei soggetti all'interno del nostro ordinamento. Negli ultimi anni ci si è resi conto, invece, che l'uguaglianza formale delle parti non è più sufficiente, poiché in numerosi casi si traduce in una disuguaglianza di fatto - per cultura, esperienza nel settore e possibilità economiche - tra soggetti solo formalmente uguali e che, dunque, l'intervento della legge deve essere diretto ad attribuire tutele in favore dei soggetti fisiologicamente deboli, al fine di riportare in effettivo equilibrio i rapporti negoziali.

L'ultima versione della CMU contiene disposizioni che mirano a rinvigorire il settore delle cartolarizzazioni, a rendere più dinamici gli investimenti di medio e lungo termine ed a sganciare questi ultimi dal settore bancario. Come è noto, l'ambiente imprenditoriale italiano (ma, in realtà, quello di gran parte dell'Europa del Sud) è ricco di imprese di medie dimensioni che, soprattutto negli ultimi anni, stanno incontrando sempre maggiori problemi ad accedere ai finanziamenti bancari.

Si comprende, allora, come un meccanismo - in cui le banche, che rappresentano la maggior fonte di finanziamenti, diventano sempre più restie a fornirli, creando non poca preoccupazione nelle autorità pubbliche e di controllo (statali e sovranazionali) - è destinato a portare ad un rallentamento delle attività produttive, con conseguenti ripercussioni sulle economie dei singoli Paesi.

E' qui, dunque, che sorge la necessità di un mercato di capitali unico, ovvero integrato e

coordinato a livello europeo anche in termini fiscali, che riesca a trascendere dalle specifiche tradizionali discipline dei singoli Paesi Membri, con delle regole – tra le altre – specificamente mirate a favorire piccole e medie imprese. Disciplina che assume anche maggior rilievo se la si considera come uno strumento per dare completa e piena attuazione anche alla disciplina dell'Unione.

L'Unione bancaria e l'Unione dei mercati finanziari condividono un obiettivo comune: favorire gli investimenti e, in definitiva, la crescita. Dalla sua punta nel 2007, la formazione del capitale fisso lordo nell'UE è diminuita di circa il 10 per cento in termini reali. La necessità di sostenere gli investimenti - nazionali e europei, privati e pubblici - al fine di rafforzare il recupero nell'area dell'euro, è fondamentale. La finanza per la crescita è stata una delle priorità della Presidenza italiana del Consiglio dell'Unione europea nel 2014. In molte analisi la necessità di sostenere gli investimenti si distingue singolarmente come priorità condivisa.

La continua spinta per diversificare le fonti di finanziamento degli investimenti contribuisce alla costruzione di un sistema finanziario più forte e più sicuro. Tuttavia, le banche restano la principale fonte di credito per le società non finanziarie, in particolare le PMI. È quindi fondamentale continuare tutti gli sforzi per rafforzare il settore bancario europeo.

Completare l'Unione bancaria è una priorità. Il meccanismo unico di vigilanza (SSM) deve essere attuato attraverso i paesi in modo coerente. Il meccanismo di risoluzione unica (SRM) sarà pienamente in vigore a partire dal gennaio 2016. Altri progressi sono in corso o sono in discussione in tre direzioni: assicurare condizioni di parità in termini di opzioni e discrezioni nazionali consentite dal CRD / CRR; Istituire un backstop pubblico comune al nuovo Fondo per la risoluzione unica; E istituire un comune sistema europeo di assicurazione dei depositi. Dobbiamo spostarci in queste direzioni con la necessaria cura per evitare "conseguenze non intenzionali" ma allo stesso tempo senza aspettare un'altra crisi finanziaria.

La libera circolazione dei capitali è un obiettivo di lunga data dell'Unione europea, che risale al Trattato di Roma e la moneta unica, l'Unione bancaria e la necessità di rilanciare gli investimenti e la potenziale produzione la rendono decisamente importante.

Un sistema finanziario stabile, efficiente e ben diversificato è anche il risultato di politiche strutturali efficaci. Sia i finanziamenti d'investimento che di investimento fioriscono in buoni ambienti economici. Lo Stato di diritto, un basso livello di tassazione sui fattori produttivi, mercati competitivi, un'efficiente amministrazione pubblica e un'efficace supervisione finanziaria costituiscono gli elementi essenziali di un sistema capace di

promuovere l'imprenditoria e l'innovazione, stanziare risorse ai settori più produttivi e creare buoni posti di lavoro³⁹⁶

Mercati europei di capitali più integrati sono stati un atteso risultato delle politiche europee, per assicurare una maggiore stabilità finanziaria e un finanziamento sufficiente per le imprese dell'UE in competizione in un'economia globale. L'integrazione finanziaria stimola ulteriormente lo sviluppo finanziario, che può in ultima analisi favorire lo sviluppo economico e quindi produrre più crescita e occupazione.

La mancanza di condivisione dei rischi trasversali in Europa è la principale fonte della recente riduzione dei flussi di capitali e, dopo aver inondato con i paesi del sud dell'Europa meridionale negli ultimi anni, è ormai un importante contributore al crescente divario di finanziamento per le imprese. La fase di sviluppo che ha bisogno di iniezioni di liquidità veloce e per le medie imprese in rapida crescita che cercano opportunità di finanziamento a basso costo (equity o debito) per espandere la loro attività commerciale.

Migliorare la qualità del processo di integrazione finanziaria è un obiettivo fondamentale del progetto del sindacato dei capitali, che dovrebbe favorire la rimozione di ostacoli giuridici ed economici alla libera circolazione dei capitali e dei servizi finanziari al fine di creare un cross complementare a livello europeo - il meccanismo di ripartizione privata del rischio privato per sostenere quelli pubblici.

Mentre la CMU e l'Unione bancaria mirano a una condivisione di rischio più riservata, si differenziano per alcuni aspetti. In particolare, la CMU non può necessariamente richiedere la creazione di nuove istituzioni e meccanismi di ripartizione dei rischi pubblici, come un comune backstop fiscale per i depositi bancari. Il piano CMU dovrebbe comportare una serie di riforme per riorganizzare e rafforzare l'attuale quadro istituzionale e per eliminare le grandi barriere economiche e giuridiche, in modo da lasciare al mercato unico la decisione se l'Europa necessita di 28 mercati azionari. A differenza dell'Unione bancaria, non esiste alcuna emergenza nel sistema finanziario che richiede una risposta politica immediata. CMU può essere diffusa nel corso degli anni, ma con una tempistica dettagliata e ferma, oltre che obiettivi misurabili, per garantire la certezza.

A causa della natura di un credito finanziario in un contesto di mercato (con un monitoraggio disperso), il sistema giuridico (calibrato per la tutela degli investitori) è una pietra angolare del sistema finanziario per rimedi pubblici e privati che supporta un solido processo di integrazione finanziaria. Un sistema giuridico debole non produce mercati di

³⁹⁶ ¹Visco Investment Financing in the European Union, OECD, 19 novembre 2015, 8 ss.

capitali profondi.

Infatti, poiché la raffinatezza finanziaria aumenta, esiste una necessità urgente di un sistema di regole più efficace e di un'infrastruttura informativa (regole di divulgazione) in modo che i meccanismi di mercato completino il prestito bancario e creino un ecosistema finanziario che favorisca un'allocazione più diversificata delle risorse (Condivisione del rischio privato).

Tuttavia, sia le istituzioni finanziarie che i mercati si trovano ad affrontare costi di specifica (ex ante) e costi di controllo (ex post), a causa dell'incapacità di scrivere il "contratto perfetto" o di opportunismo.

Per affrontare l'asimmetria informativa che crea un pericolo morale e la incompletezza del contratto, gli appalti finanziari nei sistemi basati sul mercato richiedono informazioni pubbliche raccolte e rielaborate da terzi, oltre ad informazioni private. Ciò può accadere alternativamente tramite contrattazione o rinegoziazione. "Contraente" è il processo che porta all'investitore di entrare in una transazione finanziaria dopo aver utilizzato tutte le informazioni disponibili per il prezzo del prodotto e il rischio di credito della controparte (preinvestimento). La "rinegoziazione" è il processo di ridefinizione dei termini di un contratto finanziario, mediante negoziazione contrattuale o uscita di un'operazione finanziaria, tramite una vendita sul mercato secondario, prima della fine del contratto (post-investimento).

L'approccio in materia di contratti finanziari è utilizzato nella presente relazione per individuare e classificare barriere sulla base del loro danno alla negoziazione transfrontaliera. Questo approccio riduce le azioni discrezionali e aumenta la misurabilità verso obiettivi ben definiti. Aiuta anche a tracciare una linea tra misure che richiedono l'armonizzazione e aree che possono essere lasciate alla concorrenza normativa

Ci sono molteplici barriere all'estero contrattuale finanziario transfrontaliero e ad una migliore qualità dell'integrazione finanziaria in Europa. Le questioni relative alla comparabilità dei dati per i processi di scoperta dei prezzi, le azioni discriminatorie in ingresso o uscita sul mercato e l'incertezza giuridica nell'esecuzione delle richieste finanziarie e nell'applicazione di norme che definiscono l'ambiente finanziario sono fonti chiave di barriere artificiali e strutturali contro l'approfondimento dei mercati dei capitali europei. L'obiettivo di un piano d'azione dovrebbe essere la graduale rimozione di tali barriere e la creazione di migliori condizioni per la diversificazione dell'ecosistema finanziario e per favorire la condivisione dei rischi cross-section (cross-country) attraverso i mercati dei capitali.

Gruppi di esperti a livello europeo e nazionale dovrebbero lavorare in tutte le aree

identificate per indagare tali barriere e dirigere direttamente le azioni politiche nell'ambito del piano d'azione CMU, esponendo le pratiche eccezionali dei singoli Stati membri più dannosi per il mercato unico del capitale.

Per affrontare tutte queste barriere, le risposte alle politiche dovrebbero essere calibrate in funzione dei loro ultimi beneficiari. In particolare, potrebbero essere necessarie azioni specifiche per riempire il divario informativo e promuovere una maggiore attività transfrontaliera di controparti più piccole (ad esempio "investitori privati" o "azionisti di minoranza") che sono di solito meno informati e più esposti al comportamento strategico della controparte, che cercherà di ottenere il più possibile da questa asimmetria (pericolo morale). Di conseguenza, di solito l'attenzione da parte dei responsabili politici è più attenta alla protezione degli investitori. Le leggi per la tutela degli investitori al dettaglio sono principalmente nazionali, portando a divergenti pratiche di vigilanza. L'azione a livello dell'UE per proteggere gli investitori privati attraverso un ombrello di vigilanza comune, guidato dall'AESFEM o da un'altra agenzia europea, potrebbe offrire un vero e proprio livello di condizioni per investitori e prestatori di servizi. Un mercato ben funzionale ha la necessità di partecipare al più ampio possibile e gli investitori al dettaglio (sia come creditori che azionisti) sono fondamentali per la diversificazione del flusso commerciale e per il bilanciamento di operatori informati e non informati, molto importanti per la liquidità del mercato.

CMU e Union Banking hanno diversi driver. Le riforme dell'Unione Bancaria riguardano principalmente la mutualizzazione dei rischi nell'area dell'euro, il sostegno della stabilità finanziaria e la protezione dell'euro; L'ordine del giorno CMU / Financial Union riguarda la diversificazione dei rischi e la liberalizzazione del mercato unico. Ma l'attenzione sempre più vicina da parte dei supervisori prudenziali a livello globale sui rischi per la stabilità finanziaria dei mercati mobiliari e in particolare sui rischi derivanti dalle contrazioni di liquidità, significa che la speculazione sulla saggezza e la probabilità di una qualche forma di supervisione centralizzata all'interno di un'Unione finanziaria Per sostenere un'efficace diversificazione del rischio in tutta l'area dell'euro e nell'interesse della stabilità finanziaria dell'area dell'euro non è necessariamente sprovvista³⁹⁷

Incoraggiare le banche a finanziare il governo non è anche nell'interesse pubblico se tali finanziamenti mettono in pericolo le banche. Tali finanziamenti possono essere convenienti per i politici che vogliono nascondere i costi delle proprie politiche, ma se un governo non

³⁹⁷ ¹Moloney Institutional Governance and Capital Markets Union EurCompFinLawRev 2016, 86

risponde al suo debito e questo è accompagnato da una crisi bancaria, le conseguenze possono essere disastrose per molte persone.³⁹⁸ La necessità di un'efficace regolazione è acuta. La grande scala dei banchieri e l'elevato grado di interconnessione nel sistema finanziario rendono questo sistema molto fragile. Se una grande banca o un'altra istituzione finanziaria non riesce, può destabilizzare l'intero sistema finanziario e infliggere enormi danni su tutti noi. I politici, i regolatori, le autorità di vigilanza e persino i banchieri centrali sono anche sotto il controllo dei soldi degli altri. Sono accusati di proteggere l'interesse pubblico, ma a volte vengono catturati o rispondono ad altri incentivi e dimenticano il loro dovere. Permettendo argomenti fluttuanti per influenzare la politica e non aver progettato e applicato leggi e regolamenti efficaci nell'interesse pubblico, abusano anche del loro controllo sui soldi di altri. Solo la pressione pubblica può risolvere questo problema di governance.

In *Camp 399*, la Corte Suprema ha spiegato che i pericoli sottili dell'affiliazione banche commerciali con banche di investimento nella stessa organizzazione è andato oltre il rischio che ci sarebbe stato poco vantaggio per il collegamento di questi diversi tipi di business"o che le banche commerciali sarebbe se stessi tentate di investire il loro patrimonio nel mercato azionario. Piuttosto, i pericoli è venuto dal contagio finanziario. A promulgare Glass - Steagall, Congresso ha riconosciuto che la preoccupazione finale di un'organizzazione di commercial banking è perdita dei depositanti di fiducia nelle sue banche, un sentimento che a volte è irrazionale". Poiché spesso i depositanti non distinguono tra una banca e un affiliato non bancario, l'organizzazione inevitabilmente si occupa di come il pubblico vede ciascuno dei suoi affiliati e anche suoi principali clienti. Se problemi si sviluppano in un affiliato di titoli o dei suoi clienti, i dirigenti della banca possono sentire obbligati a puntellare l'affiliazione o i clienti al fine di impedire il contagio di infettare la banca. Le banche possono, ad esempio, offrono loro affiliati o clienti prestiti che non avrebbero altrimenti fatto. Infatti, potrebbero fare questi prestiti malsani a queste feste anche prima di qualsiasi superficie di problemi. Fanno questo per impedire i depositanti delle banche e altri clienti di trasferire alle banche le loro preoccupazioni o dubbi circa l'affiliazione o dei suoi clienti, anche se questo trasferimento erano ingiustificati e così irrazionale⁴⁰⁰

³⁹⁸ Negli anni '90, l'Argentina aveva un consiglio di valuta che richiedeva che il peso fosse pienamente sostenuto da dollari. Poiché il governo non ha potuto utilizzare la stampa di banca centrale, ha preso in prestito da banche private. Nel 2000-2001, quando era diventato chiaro che l'indebitamento governativo era insostenibile, c'era una corsa sulle banche perché la gente voleva ritirare i pesos per convertirli in dollari prima che venisse cambiato il regime monetario. L'esercitazione ha precipitato una grave crisi economica e finanziaria. Il livello di vita è sceso drasticamente.

³⁹⁹ *Investment Co. Inst. v. Camp* 401 U.S. 617 (1971)

⁴⁰⁰ La Corte ha spiegato questo processo potenzialmente distruttivo come segue: ad esempio, le pressioni sono creati perché la banca e l'affiliato sono strettamente associati nella mente pubblica, e se la tariffa affiliata male, la

Secondo la Corte, un rischio relativo sottile è il pericolo che i depositanti potrebbero punire un'organizzazione bancaria se lo considerassero come avendo impropriamente alimentato una bolla speculativa del mercato azionario. In altre parole, l'obbligo della banca di garantire il successo del suo affiliato di titoli potrebbe compromettere la sua imparzialità nell'offrire consulenza agli investimenti ai suoi depositanti, inducendo a titoli di mercato sottoscritti dal suo affiliato Securities o prestare denaro ai suoi depositanti e agli altri clienti per l'acquisto di titoli trattati dall'affiliato, o anche, nell'interesse di promuovere il mercato azionario generalmente, titoli venduti da un broker-dealer non collegati. Se i mercati dei titoli sono caduti, gli investitori darebbero la colpa alle banche per le loro perdite⁴⁰¹, "come li avrebbero percepiti come istituzioni che hanno beneficiato e incoraggiato la speculazione dei titoli, pur non riuscendo a proteggere adeguatamente i suoi depositanti, molti dei quali avevano poca esperienza di investimento.

L'ultimo rischio sottile riconosciuto dalla Corte era che la combinazione di commerciale e di Investment Banking potrebbe cambiare significativamente e corrompere la natura delle operazioni bancarie commerciali. Durante la relativa discussione, la Corte ha contrapposto la mentalità aggressiva e venditore-orientata dei banchieri di investimento con l'imparziale, prudente e disinterested la disposizione fiduciaria dei banchieri commerciali.⁴⁰² La Corte ha spiegato che, se le due funzioni fossero mescolate, la gente comune non poteva più guardare al banchiere come una fonte di consulenza di investimento disinteressato, perché avrebbero sempre il sospetto che il banchiere è stato influenzato da una preoccupazione per promuovere il benessere dei banchieri di investimento affiliati nel fare le sue raccomandazioni di investimento.⁴⁰³

Come è ormai noto, questa visione dei rischi sottili e la giustificazione per il vetro-

fiducia del pubblico in banca potrebbe essere compromessa. E poiché la fiducia del pubblico è essenziale per la solvibilità di una banca, ci potrebbe esistere una tentazione naturale di puntellare l'affiliato attraverso prestiti non sani o altri aiuti.

⁴⁰¹ La Corte ha dichiarato: il Congresso temeva che le esigenze promozionali degli investimenti bancari potessero portare le banche commerciali a prestare la loro reputazione di prudenza e di restrizione per l'impresa di vendere Stock e titoli particolari, e che questo non poteva essere fatto senza che la reputazione di essere sottoquotata dai rischi necessariamente incidente al business bancario di investimento.

⁴⁰² La storia legislativa del Glass-Steagall atto dimostra che il Congresso aveva anche in mente e più volte focalizzata sui pericoli più sottili che sorgono quando una banca commerciale va al di là del business di agire come fiduciario o agente di gestione e entra nel business bancario di investimento, direttamente o mediante la creazione di un affiliato di tenere e vendere investimenti particolari. Questo corso pone nuove pressioni promozionali e altre sulla banca che a loro volta creano nuove tentazioni.

⁴⁰³ il senatore Glass ha reso evidente che era lo scopo fisso del Congresso non vedere le strutture di banche commerciali deviate in operazioni speculative dal carattere aggressivo e promozionale del business bancario di investimento." ALBARETO e FINALDI RUSSO, *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, in *Quaderni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 127, Roma, 2012. BANCA CENTRALE EUROPEA, *The Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – April to September 2015*, Francoforte, 2015, dicembre.

Steagall divennero oggetto di considerevoli critiche economiche e finanziarie. 404 Completamente screditato, il vetro-Steagall atto ha incontrato la sua scomparsa, quando il Gramm-Leach-Bliley Act porre fine alla separazione formale tra gli investimenti e le banche commerciali. 405 Perché, è stato chiesto, sarebbe una organizzazione bancaria razionale versare buoni soldi dopo il male, mettendo a repentaglio la propria attività e la reputazione, da puntellare un affiliato in mancanza di titoli (o clienti aziendali della filiale)? Il rischio di contagio dei depositanti che trasferiscono la loro diffidenza all'affiliato di titoli alla banca potrebbe essere affrontato mantenendo la banca "in quarantena" dall'affiliato titoli, operazioni di polizia tra di loro, e, soprattutto, avvisando i clienti della banca e depositanti a questa separazione in modo che non avrebbero alcun motivo per perdere la fiducia in banca se i problemi sviluppati altrove nell'organizzazione. Inoltre, l'assicurazione federale per i depositi bancari impedirebbe ai depositanti di preoccuparsi indebitamente per le prestazioni della banca affiliates. By lo stesso token, un'organizzazione bancaria non avrebbe alcun incentivo a lungo termine a rischiare la sua reputazione, incoraggiando i suoi depositanti e altri clienti a fare investimenti impropriamente speculativi. Se, come è generalmente il caso, una banca è un "giocatore di ripetizione" nei mercati finanziari, ha tutte le ragioni per svolgere le sue attività relative ai valori mobiliari, come tutte le sue attività, con cura e prudenza. È razionale per un'organizzazione bancaria per aiutare i suoi clienti investire saggiamente. Infine, i critici di Glass-Steagall poste una potente domanda esistenziale: sono banchieri commerciali in modo diverso da banchieri di investimento? Come i banchieri di investimento, i banchieri commerciali si specializzano in aumento di capitale, investimenti e finanze. Anche loro, fanno i soldi sulla diffusione fra il ritorno totale dell'investimento e il ritorno ai loro clienti, o sulle

⁴⁰⁴ Un altro potenziale pericolo che il Congresso molto interessato è sorto dal conflitto tra l'interesse promozionale del banchiere d'investimento e l'obbligo del banchiere commerciale di rendere indifferente consulenza sugli investimenti

⁴⁰⁵ La critica livellata a Glass-Steagall era finalizzata alla lettura del campo del Atto, così come altre giustificazioni del Congresso per la separazione della banca commerciale e degli investimenti. Per una discussione che il vetro-Steagall ha rappresentato niente più di un protezionista muova dalle banche di investimento per impedire la concorrenza dalle banche commerciali, vede il rizzato g. Rajan e Luigi Zingales, *Saving il capitalismo dai capitalisti* 219-24 (2003). Vedi anche Robert e. Maria & Jonathan Rauch, *finanza americana per il 21 ° secolo* 27 (1998). Spiegano: altri fattori erano al lavoro pure: le prove suggeriscono che la 1933 Glass-Steagall Act era in gran parte una misura punitiva rivolto a diverse grandi banche che avevano impegnato in abusi di titoli (come molte imprese di titoli che erano non affiliati con le banche avevano anche fatto) piuttosto che un dispositivo per garantire la sicurezza bancaria. ID. at 27; Franklin r. Edwards, *la nuova finanza: regolazione e stabilità finanziaria* 71 (1996) ("ora ampiamente è accettato che le limitazioni Glass-Steagall non sono necessarie da effettuare la solidità della banca o la stabilità finanziaria."). I motivi per l'abrogazione di vetro-Steagall sono certamente complessi. Sotto un unico conto, la crescita nei mercati dei capitali è venuto a scapito del settore bancario commerciale, in modo che le organizzazioni bancarie sono stati costretti ad entrare in banche di investimento (per i quali sono stati ben qualificati) al fine di sopravvivere. Hanno fatto uso di scappatoie in vetro-Steagall di impegnarsi in Investment Banking fino Gramm-Leach-Bliley completamente rimosso le restrizioni. Vedi generalmente JONATHAN R. MACEY ET AL., *BANKING LAW AND REGULATION* 554-57 (3d ed. 2001).

tasse transazione-basate. È vero, come una questione storica, che i banchieri commerciali hanno offerto una gamma limitata di prodotti finanziari. Ma questo non era un segno tanto della loro prudenza in quanto era il risultato delle limitazioni legali sul business bancario. Infatti, come l'argomento è andato, la fiducia nelle banche dovrebbe crescere quando le banche e le società holding bancarie sono autorizzati a impegnarsi in una gamma ben diversificata di attività finanziarie che potrebbero offrire alle loro imprese e ai singoli clienti.

Propongo di rivitalizzare i rischi sottili della combinazione di banche commerciali e di investimento identificati nel campo bygrounding i rischi in psicologia sociale. Per capire la mia riformulazione, è necessario prima riconoscere thatCamp discute pericoli sottili sulla base di presupposti particolari sul comportamento umano. La Corte presuppone che i banchieri commerciali, e anche i banchieri di investimento, agiscono razionalmente, mentre i depositanti e altri clienti della banca spesso non lo fanno. A giudizio della Corte, anche se un banchiere commerciale razionale non potrebbe desiderare di sostenere l'affiliato dei titoli in difficoltà o i clienti dell'affiliato, il banchiere si sente costretto a farlo al fine di preventdepositors da irrazionalmente punire la banca per questo problema non collegato. Un dilemma simile si trova di fronte al banchiere commerciale nel decidere se fare prestiti ai clienti per facilitare il loro acquisto di titoli: o razionalmente a trarre profitto dal prestito e rischiare l'ira irrazionale dei depositanti se e quando i mercati mobiliari cadono, per qualsiasi motivo, o di rinunciare al profitto dal prestito. Separando commerciale frominvestment bancario, Glass-Steagall rimuove i banchieri commerciali da questi dilemmi, dove sia l'azione orination dal banchiere ha perfettamente senso.

Non è il mio obiettivo qui per discutere l'esattezza delle vedute della Corte circa il comportamento del depositante in un panico, anche se credo là è prova considerevole che gli individui non agiscono razionale nei panico finanziari.⁴⁰⁶ Piuttosto, propongo che i rischi sottili di combinazione commerciale e di Investment Banking in una organizzazione si trovino nel pensiero e nel comportamento limitatamente razionali degli investimenti e dei banchieri commerciali, anche se sarebbe difficile da sostenere che questo pensare ed il comportamento sono completamente irrazionali. Sostengo questa affermazione ritornando all'enfasi del campo sull'aspetto promozionale e salesmanship dell'Investment Banking. Suggestisco che il rischio qui, in termini sociali psicologici, è che un banchiere di investimento adotterà la prospettiva del suo cliente dell'azienda quando consiglia la società su un aumento di capitale, fusione o acquisizione, o un'altra transazione o prodotto finanziario invece di mantenere una distanza

⁴⁰⁶ Il classico lavoro su questo argomento è Charles p. Kindleberger, Manias, panico e crash: una storia di crisi finanziarie (3D ed. 1996).

critica da quel cliente. Più in particolare, un banchiere di investimento client-driven, salesmanship orientamento rende il banchiere particolarmente suscettibili di essere spazzato nella squadra o cerchio interno della gestione aziendale, perdendo così la sua distanza dalla società. Come parte di un tale cerchio, il banchiere si concentrerebbe sulla facilitazione dei suoi obiettivi, avvantaggiando così il gruppo e lui o se stessa, e dimenticherebbe o ignorare le sue responsabilità per la più grande organizzazione di cui lui o lei è una parte.

Il regolamento è un compito disordinato, complesso e spesso falso. In termini teorici, il regime di regolazione finanziaria fornisce una chiara illustrazione di un complesso policentrico complesso che opera in un ambiente complesso e dinamico in cui le interazioni e le interdipendenze sono malintesi, in cui il potere è frammentato e contestato e le capacità regolamentari sono altamente variabili.

I regolatori devono concentrarsi su creare meccanismi per la sfida cognitiva. I rischi sono cose che potrebbero accadere in futuro. Come abbiamo visto, l'analisi dello scenario è un aspetto chiave della gestione dei rischi per le istituzioni finanziarie ed è una parte necessaria e inevitabile di regolamentazione del rischio. Gestire i rischi richiede ai dirigenti di immaginare come possono sorgere e quali possono essere le loro conseguenze. Ma gli scenari che immaginano possono essere troppo limitati e conservatori. In breve, i regolatori devono essere più fantasiosi. Hanno bisogno di utilizzare una conoscenza approfondita del passato e del presente per costruire futuri più immaginati e immaginativi. Inoltre, piuttosto che cercare l'armonizzazione, il regime di regolamentazione deve essere costruito in strutture per sfidare e sperimentare. Le revisioni regolamentari devono concentrarsi non solo sulle valutazioni d'impatto e sulle revisioni del sole, ma su quali rischi e attività potrebbe ignorare. Ciò comprende lo sviluppo dell'equivalente analisi della "quasi miss" analisi così importante per la gestione dei rischi in un certo numero di domini, tra cui il controllo del traffico aereo, l'energia nucleare e la medicina. Ma richiede anche un'apertura cognitiva alle diverse comprensioni dei mercati, Rischio e comportamento, che richiede l'acquisizione di informazioni e comprensioni da più fonti. L'affermazione è spesso portata che i regolatori devono essere esperti, per sapere come funzionano i mercati.

Il piano d'azione CMU sottolinea che gli investitori al dettaglio in Europa hanno notevoli risparmi sui conti bancari, ma sono meno coinvolti nei mercati dei capitali che in passato. La proprietà diretta delle quote delle famiglie europee è scesa dal 28 per cento nel 1975 al 10-11 per cento nel 2007. La quota degli investitori al dettaglio tra tutti gli azionisti è inferiore alla metà del livello negli anni '70

I ricordi della crisi finanziaria sono ancora freschi, per cui gli individui possono essere

reticenti per assumere maggiori rischi. Se la CMU deve avere successo, i risparmiatori devono essere trasformati in investitori. Le barriere devono essere rimosse e devono essere incentivate in modo appropriato per investire attivamente nelle aziende in crescita

Molti progressi sono stati compiuti per raggiungere un mercato unico per persone, beni e servizi e capitale in Europa, ma è ancora da fare. I mercati dei capitali europei sono tra i più forti del mondo, eppure le barriere politiche, economiche, sociali e tecnologiche stanno in piedi per realizzare il sogno ultimo. Il piano d'azione per la creazione di un'Unione dei mercati dei capitali si occupa di molte di queste questioni, ma può andare e andare un passo più avanti. Incoraggiamo la Commissione di concentrarsi maggiormente sui mercati dei capitali per assicurare una base trasparente e tecnologica che supporti le imprese in crescita a lungo termine dell'Europa.

Bibliografia

- Accettella F., *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, 4, pp. 462-503.
- Acemoglu Daron, Robinson James A., *Perché le nazioni falliscono. Alle origini di potenza, prosperità e povertà*, Milano, Il Saggiatore, 2013.
- Acharya Viral V., Richardson Matthew, van Nieuwerburgh Stijn, White Lawrence J., *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac and the Debacle of Mortgage Finance*, Princeton NJ, Princeton University Press, 2011.
- Acharya Viral V., Schnabl Philipp, Suarez Gustavo, *Securitization Without Risk Transfer*, in *Journal of Financial Economics*, V. 107, No. 3, 2013, pp. 515-536.
- Acharya Viral, Yorulmazer Tanju, *Too many to fail—An analysis of time-inconsistency in bank closure policies*, in *Journal of Financial Intermediation*, V. 16, No. 1, 2007, pp. 1-31.
- Adrian Tobias, Ashcraft Adam B., Cetorelli Nicola, *Shadow Banking Monitoring*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 638, 2013.
- Adrian Tobias, Ashcraft Adam B., *Shadow Banking: A Review of the Literature*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 580, 2012.
- Adrian Tobias, *Financial Stability Policies for Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 664, 2014.
- Adrian Tobias, Shin Hyun Song, *The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports No. 439, 2010.
- Afferni Giorgio, *Responsabilità da prospetto: natura, danno risarcibile e nesso di causalità*, in *Danno e responsabilità*, 2011, 6, pp. 621-632.
- Agarwal Sumit, Amromin Gene, Ben-David Itzhak, Chomsisengphet Souphala, Evanoff Douglas D., *The role of securitization in mortgage renegotiation*, in *Journal of Financial Economics*, V. 102, No. 3, 2013, pp. 559-578.
- Akerlof George A., Shiller Robert J., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton, NJ, Princeton University Press, 2010.
- Akhigbe Aigbe, McNulty James E., *Bank Monitoring, Profit Efficiency and the Commercial Lending Business Model*, *Journal of Economics and Business*, V. 63, 2011, pp. 531-551.
- Albertazzi Ugo, Eramo Ginette, Gambacorta Leonardo, Salleo Carmelo, *Asymmetric information in securitization: an empirical assessment*, in *Journal of Monetary Economics*, V. 71, Issue C, 2015, pp. 33-49.
- Allen Franklin, Gale Douglas, *Comparing Financial Systems*, Cambridge MA, MIT Press, 2000.
- Altunbas Yener, Gambacorta Leonardo, Marques Ibanez David, *Securitisation and the bank lending channel*, European Central Bank Working Paper Series No. 838, 2007.
- Alvaro Simone, Siciliano Giovanni, *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime*, Consob Quaderni Giuridici No. 10, 2016.

Alvaro Simone, Siciliano Giovanni, *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime*, Consob Quaderni Giuridici n. 10, 2016.

Antenbrink Fabian, de Haan Jakob, *Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, in *Common Market Law Review*, V. 46, No. 6, 2009, pp. 1915-1949.

Anderson Ronald W., Jöeveer Karin, *Bankers and bank investors: Reconsidering the economies of scale in banking*, London School of Economics, Financial Markets Group Discussion Paper No. 712, 2012.

Angelini Paolo, *Macroprudential policies: a discussion of the main issues*, Banca d'Italia, Occasional Paper No. 271, 2015.

Angelini Paolo, Nicoletti Altimari Sergio, Visco Ignazio, *Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementarities and trade-offs*, Banca d'Italia, Quaderni di Economia e Finanza, n. 140, novembre 2012

Arth James R., Regalia Martin A., *The Evolving Role of Regulation in the Savings and Loan Industry*, in England Catherine, Huertas Thomas F., (a cura di), *The financial services revolution: policy directions for the future*, 1988, Boston, Kluwer, pp. 113-161.

Avery Robert B., Brevoort Kenneth P., Canner Glenn B., *The 2006 HMDA data*, in *Federal Reserve Bulletin*, 2007, pp. A73-A109.

Ayadi Rym, Arbak Emrah, de Groen WILLEM PIETER, *Regulation of European banks and business models: Towards a new paradigm?*, Centre for European Policy Studies, 2012.

Baily Martin N., Litan Robert E., Johnson Matthew S., *The Origins of the Financial Crisis*, Business and Public Policy, Fixing Finance Series, Paper n. 3, 2008.

Bakk-Simon Klára, Borgioli Stefano, Giron Celestino, Hempell Hannah, Maddaloni Angela, Recine Fabio, Rosati Simonetta, *Shadow Banking in the Euro Area. An Overview*, European Central Bank Occasional Paper Series No. 133, 2012.

Ballerini Luca, *Struttura e causa dell'interest rate swap nella recente evoluzione giurisprudenziale*, nota a Trib. Ravenna, 8 luglio 2013 e App. Milano, 18 settembre 2013, in *N. giur. civ. comm.*, 2014, 3, I, pp. 206-230.

Balletta Francesco, *Le banche in Italia e l'Unione Bancaria Europea: (1988-2016)*, Caserta, IRSAF, 2016.

Balzola Stefano, *Gli strumenti finanziari derivati e la crisi: un confronto tra le iniziative legislative dell'Unione Europea e degli Stati Uniti*, in *Il Nuovo Dir. Soc.*, 2015, 10, p. 36-49.

Banca Centrale Europea, *Report annuale 2007*, 2008

Bank of England, *The failure of HBOS plc (HBOS). A report by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Prudential Regulation Authority (PRA)*, 2015.

Barcellona Eugenio, *Note sui Derivati Creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Il caso.it*, 2010, n. 200, Centro Studi Giuridici, parte II, p. 9, nota 16, reperibile su www.ilcaso.it/articoli/200.pdf.

Barofsky Neil, *Bailout: An Inside Account of How Washington Abandoned Main Street While Rescuing Wall Street*, New York, Free Press, 2012.

Barr Michael S., Jackson Howell E., Tahyar Margaret E., *Financial Regulation: Law And Policy*, St. Paul, MN, West Academic Foundation press, 2016, 307–332.

- Barth James R., Prabha Apanard, Swagel Phillip, *Just how big is the too-big-to-fail problem?*, Santa Monica CA, Milken Institute, 2012.
- Bartoli Francesca, Ferri Giovanni, Murro Pierluigi, Rotondi Zeno, *SME financing and the choice of lending technology in Italy: Complementarity or substitutability?*, in *Journal of Banking and Finance*, V. 37, No. 12, 2013, pp. 5476-5485.
- Basel Committee on Banking Supervision BCBS, *Calibrating regulatory minimum capital requirements and capital buffers: a topdown approach*, Bank for International Settlements, 2010;
- Basel Committee on Banking Supervision BCBS, *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework*, Bank for International Settlements, giugno 2004.
- Basel Committee on Banking Supervision BCBS, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Bank for International Settlements, December 2010 (rev June 2011).
- Basel Committee on Banking Supervision BCBS, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Bank for International Settlements, December 2010 (rev June 2011).
- Basel Committee on Banking Supervision BCBS, *Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards*, BCBS Press Release, 12 settembre 2010;
- Basel Committee on Banking Supervision BCBS, *The Basel Committee's response to the financial crisis: report to the G20*, Bank for International Settlements, ottobre 2010.
- Bebchuk Lucian A., Cohen Alma, Spamann Holger, *The wages of failure: executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008*, in *Yale Journal on Regulation*, 2010, V. 27, No. 2, pp. 257-282 ss.;
- Begg Iain, *Regulation and Supervision of Financial Intermediaries in the EU: The Aftermath of the Financial Crisis*, in *Journal of Common Market Studies*, V. 47, No. 5, 2009, p. 1107-1128.
- Behn Markus, Haselmann Rainer, Vig Vikrant, *The Limits of Model-Based Regulation*, ECB Working Paper n. 1928, 2016.
- Ben-David Itzhak, *Financial Constraints and Inflated Home Prices during the Real Estate Boom*, in *American Economic Journal: Applied Economics*, V. 3, No. 3, 2011, pp. 55-87.
- Benmelech Efraim, Dlugosz Jennifer, Ivashina Victoria, *Securitization without adverse selection: the case of CLOs*, *Journal of Financial Economics*, V.106, 2012, pp. 91-113.
- Berger Allen N., Herring Richard J., Szegö Giorgio P., *The Role of Capital in Financial Institutions*, in *Journal of Banking and Finance*, V. 19, No. 3-4, 1995, Pages 393-430.
- Bernanke Ben S., *Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, in *American Economic Review*, V. 73, No. 3, 1983, pp. 257-276.
- Bernanke Ben S., *The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, 1995, V. 27, No. 1, pp. 1-28.
- Bhardwaj Geetesh, Sengupta Rajdeep, *Subprime mortgage design*, in *Journal of Banking & Finance*, V. 36, No. 5, 2012, pp. 1503-1519.

BIS Bank for International Settlements, *80th BIS Annual Report 2009/10. 1 April 2009–31 March 2010*, 28 giugno 2010.

Black Harold , Boehm Thomas P., DeGennaro Ramon P., *Is there discrimination in mortgage pricing? The case of overages*, in *Journal of Banking & Finance*, V. 27, No. 6, 2003, pp. 1139-1165.

Blundell-Wignall Adrian, Atkinson Paul, Roulet Caroline, *Bank business models and the Basel system: Complexity and interconnectedness*, in *OECD Journal of Financial Market Trends*, V. 2, 2013.

Bodie Zvi , Kane Alex , Marcus Alan J., *Investments*, New York, McGraw-Hill Book, 10 ed., 2014.

Bongini Paola, Nieri Laura, Pelagatti Matteo, *The importance of being systemically important financial institutions*, in *Journal of Banking & Finance*, vol. 50, issue C ,2015, pp. 562-574.

Bord Vitaly M., Santos João A. C., *Does securitization of corporate loans lead to riskier lending?*, *Journal of Money, Credit and Banking*, V.47, No. 2-3, 2015, pp. 415-444.

Bord Vitaly M., Santos João A. C., *The rise of the originate-to-distribute model and the role of banks in financial intermediation*, Federal Reserve Bank of New York FRBNY Economic Policy Review, July 2012, pp. 21-34.

Brealey Richard A., Cooper Ian A., Kaplanis Evi, *International Propagation of the Credit Crisis*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, V. 24, No. 4, 2012, pp. 36-45.

Brealey Richard, *Basel II: The Route Ahead or Cul-de-Sac?*, in *Journal of applied corporate finance*, V. 18, No. 4, 2006, pp. 34-43.

Brewer Elijah, Jagtiani Julapa , *How Much Did Banks Pay to Become Too-Big-to-Fail and to Become Systemically Important?*, in *Journal of Financial Services Research*, 2013, vol. 43, 1, pp. 115-148.

Bruni Franco, *Banking and Financial Reregulation Towards 1992: The Italian Case*, in Dermine Jean, *European Banking in the 1990s*, Cambridge MA, Wiley-Blackwell, 2 ed., 1993.

Bubb Ryan, Kaufman Alex, *Securitization and moral hazard: Evidence from credit score cutoff rules*, in *Journal of Monetary Economics*, v. 63, 2014, pp. 1-18.

Bucks Brian, Pence Karen M., *Do borrowers know their mortgage terms?*, in *Journal of Urban Economics*, V. 64, No. 2, 2008, pp. 218-233.

Byrd John, Fraser Donald R., Lee Scott D., Tartaroglu Semih, *Are two heads better than one? Evidence from the thrift crisis*, in *Journal of Banking & Finance*, V. 36, No. 4, 2012, pp. 957–967.

Calomiris Charles W, *The Political Lessons of Depression-Era Banking Reform*, in *Oxford Review of Economic Policy*, V. 26, No. 3, 2010, pp. 540–560.

Calomiris Charles W., Gorton Gary, *The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation*, in Calomiris C., *U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective*, Cambridge UK, Cambridge University Press, 2000, pp. 109-174.

Calomiris Charles W., *U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective*, Cambridge UK, Cambridge University Press, 2010.

Calzolari Luca, *I contratti di interest rate swap*, in *Soc.*, 2013, 12, pp. 1371-1383.

Cannata Francesco, Quagliariello Mario, *Basel III and Beyond: A Guide to Banking Regulation After the Crisis*, London, Risk Books, 2011.

Capobianco Ernesto, *I contratti bancari*, Torino, Utet, 2016.

Caputo Nasseti Francesco, *Causa, Alea, Mark-to-market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni sui tassi di interesse*, nota a Collegio arbitrale, 10 febbraio 2015, in *Giur. Comm.*, 2016, 2, II, pp. 299-331;

Caputo Nasseti Francesco, *Fair value e fair price nei contratti derivati*, nota a Collegio arbitrale, 4 luglio 2013, in *Giur. Comm.*, 2015, 2, II, pp. 337-380.

Caputo Nasseti Francesco, *Un salto indietro di trent'anni: "swap uguale scommessa"!*, nota a App. Milano, 18 settembre 2013, in *Giur. comm.*, 2014, 2, II, pp. 277-318.

Carmassi Jacopo, Gros Daniel, Micossi Stefano, *The Global Financial Crisis: Causes and Cure*, in *Journal of Common Market Studies*, 2009, V. 47, No. 5, pp. 977-996.

Carrillo E. Pérez, Olmedo F. Gallardo, *The EU Consumer Credit Directive 2008 in the Light of the EuSoCo Principles*, in Nogler Luca, Reifner Udo (a cura di), *The New Dimension: Life Time in the Law of Contracts and Obligations*, The Netherlands, Eleven International Publishing, 2014, pp.467-494.

Cetorelli Nicola, *Hybrid Intermediaries*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 705, 2014.

Cetorelli Nicola, Mandel Benjamin H., Molineaux Lindsay, *The Evolution of Banks and Financial Intermediation: Framing the Analysis*, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, V. 8, No. 2, July 2012, pp. 1-12.

Chiu Iris H-Y, *Regulating Credit Rating Agencies in the EU: In Search of a Coherent Regulatory Regime*, in *European Business Law Review*, V. 25, No. 2, 2014, pp. 269-294.

Cho David, *Banks "Too Big to Fail" Have Grown Even Bigger*, Washington Post, 28 Agosto 2009 reperibile su <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/08/27/AR2009082704193.html>.

Chomsisengphet Souphala, Pennington-Cross Anthony, *The Evolution of the Subprime Mortgage Market*, in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, V. 88, No.1, 2006, pp. 31-56.

Cini Michelle, *Intergovernmentalism*, in Cini Michelle, Perez-Solorzano Borragain Nieves, *European Union Politics*, Oxford, Oxford University Press, 5rd ed., 2016, pp. 93-108.

Ciocca Pieluigi, *1929 e 2009: due crisi commensurabili?*, 16 luglio 2009, reperibile su www.apertacontrada.it/2009/07/16/1929-e-2009-due-crisi-commensurabili-3/;

Ciocca Pierluigi, *The Italian Financial System Remodelled*, London, Palgrave Macmillan, 2005.

Claessens Stijn, Ratnovski Lev, *What Is Shadow Banking?*, International Monetary Fund Working Paper, No. 25, 2014.

Claessens Stijn, Evanoff Douglas, Kaufman George, Laeven Luc, *Shadow Banking Within and Across National Borders*, Londra, World Scientific Publishing, 2015.

Claessens Stijn, Zoltan Pozsar, Ratnovski Lev, Singh Manmohan, *Shadow Banking: Economics and Policy*, International Monetary Found, Staff Discussion Note, 4 december 2012.

Coco Giuseppe, Ferri Giovanni, *From shareholders to stakeholders finance: a more*

sustainable lending model, in *International Journal of Sustainable Economy*, V. 2, No. 3, 2010, pp. 352-364

Coffee Jr. John C., Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid, *Business Lawyer (ABA)*, V. 57, No. 4, 2002, pp. 1403-1420.

Colomiris Charles W., Mason Joseph R., *Contagion and Bank Failures during the Great Depression: The June 1932 Chicago Banking Panic*, in *American Economic Review*, V. 87, No. 5, 1997, pp. 863-883.

Commission of the European Communities, *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*, Brussels,, 12 November 2008, reperibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:52008PC0704>.

Commissiona Europea, *Il sistema bancario ombra: affrontare le nuove fonti di rischio nel settore finanziario*, Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo, COM(2013) 614 final, Bruxelles, 4.9.2013.

Committee on the Global Financial System CGFS, *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, CGFS Papers No. 38, 2010.

Congressional Oversight Panel, *Commercial Real Estate Losses and the Risk to Financial Stability*, Washington, U.S. Government Printing Office, 10 February 2010.

Consiglio dell'Unione Europea, Doc. 14368/08, Bruxelles, 15-16 ottobre, 2008.

Copeland Adam, Martin Antoine, Walker Michael, *Repo Runs: Evidence from the Tri-Party Repo Market*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 506, 2011, Revised 2014.

Cuevas Carlos E., Fisher Klaus P., *Cooperative Financial Institutions : Issues in Governance, Regulation, and Supervision*, World Bank Working Paper No. 82. Washington, DC, World Bank, 2013

Curry Timothy, Shibut Lynn, *The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences*, in *FDIC Banking Review*, V. 13, No. 2, 2000, pp. 26-35.

Darbellay Aline, Partnoy Frank, *Credit Rating Agencies and Regulatory Reform*, in Hill Claire A., McDonnell Brett H. (a cura di), *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, Cheltemha, Edward Elgar Publishing, 2012, pp. 273-297.

Darcy Deryn, *Credit Rating Agencies and the Credit Crisis: How the "Issuer Pays" Conflict Contributed and What Regulators Might Do About It*, in *Columbia Business Law Review*, No. 2, 2009, pp. 605-668.

Davies Richard, Tracey Belinda , *Too big to be efficient? The impact of implicit funding subsidies on scale economies in banking*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, Supplement to Vol. 46, No. 1, 2014, pp. 219-253.

Day Kathleen, *Reinventing the Bank; With Depression-Era Law about to Be Rewritten, the Future Remains Unclear*, Washington Post, 31 Ottobre 1999 consultabile su https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/1999-10-31%20Kathleen%20Day%20WPost%20Article%20Reinventing%20the%20Bank.pdf.

De Bellis Maurizia, *I poteri di intervento dell'Esma sulle vendite allo scoperto*, nota a Corte di giustizia dell'Unione europea, 22 gennaio 2014, causa C-270/12, in *Giorn. dir. amm.*, 2014, 7, pp. 689-703.

de Haan Jakob, Oosterloo Sander, Schoenmaker Dirk, *Financial markets and institutions : a European perspective*, Cambridge, Cambridge University Press, 3° ed 2015.

Dell'Ariccia Giovanni, Igan Deniz, Leaven Luc, *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*, IMF Working Paper, 2008.

Demyanyk Yuliya , Van Hemert Otto, *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, in *The Review of Financial Studies*, V. 24, No. 6, 2011, pp. 1848-1880.

Demyanyk Yuliya, Van Hemert Otto, *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, in *The Review of Financial Studies*, V. 24, No. 6, 2011, pp. 1848-1880.

Dermine Jean, *European Banking in the 1990s*, Cambridge MA, Wiley-Blackwell, 2 ed., 1993.

Deutsche Bank Research, *Reform of EU Regulatory and Supervisory Structures: Progress Report*, EU Monitor, Financial Market Special No. 4, 2003 consultabile su http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000060268/EU_Monitor_No__4%3A_Reform_of_EU_regulatory_and_supe.PDF.

Dewatripont Mathias, Tirole Jean, *Macroeconomic Shocks and Banking Regulation*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, Supplement to Vol. 44, No. 2, 2012, pp. 237-254.

Dewatripont Mathias, Tirole Jean, *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge MA, MIT Press, 1994.

Di Noia Carmine, *MiFID e Autorità di vigilanza*, in Frediani Lorenzo, Santoro Vittorio (a cura di), *L'attuazione della Direttiva MiFID - Studi di diritto e legislazione bancaria*, Milano, Giuffrè, 2009, pp. 229-239.

Di Perna FRANCESCO , *Lo shadow banking system e il ruolo dei fondi di credito nell'intermediazione creditizia la "zona d'ombra" della vigilanza prudenziale*, Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2016, 1, pp. 36-53.

Diamond Bob , *'Too big to fail' is still a threat to the financial system*, in *Financial Times*, 15 settembre 2013 reperibile su <https://www.ft.com/content/1d8921f4-1c8d-11e3-a8a3-00144feab7de?mhq5j=e2>.

DiMartino Danielle, Duca John, *The Rise and Fall of Subprime Mortgages*, Economic Letter: Insights from the Federal Reserve Bank of Dallas, V. 2, No.11, 2007.

Directive 2008/48/EC of the European Parliament and of the Council of 23 April 2008 on credit agreements for consumers and repealing Council Directive 87/102/EEC reperibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32008L0048>.

Direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, detta ISD (*Investment Services Directive*), reperibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex:31993L0022>.

Dispinsieri Vincenzo, *Basilea 3 e i nuovi obblighi di informativa al pubblico previsti dal terzo pilastro*, in *Bancaria*, 2014, 4.

Dodd Randall, *Subprime: tentacles of a crisis*, in *Finance & Development*, V. 44, No. 4, 2007.

Duffie Darrell, *Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability*, Bank for International Settlements Working Papers n. 255, 2008.

Dunbar Nicholas, *The devil's derivatives: the untold story of the slick traders and hapless regulators who almost blew up wall street . . . an are ready to do it again*, Cambridge MA, Harvard Business Review Press, 2011.

Dymski Gary A., *Discrimination in Mortgage Markets*, in *International Encyclopedia of Housing and Home*, 2012, pp. 364-370.

Ellis Luci, *The housing meltdown: Why did it happen in the United States?*, Bank for International Settlements Working Papers No 259, 2008.

Engel Kathleen C. , McCoy Patricia A., *Turning a Blind Eye: Wall Street Finance of Predatory Lending*, in *Fordham Law Review*, V. 75, No. 4, 2007, p. 2039.

Errico Luca, Harutyunyan Artak, Loukoianova Elena , Walton Richard, Korniyenko Yevgeniya, Amidžic Goran, AbuShanab Hanan, Shin Hyun Song, *Mapping the Shadow Banking System Through a Global Flow of Funds Analysis*, IMF Working Paper, No. 10, 2014.

ESME's Report to the European Commission, *Role of Credit Rating Agencies*, 2008.

European Banking Authority EBA, *Report on institutions' exposures to 'shadow banking entities'*, 2015 consultabile su <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+institutions+exposures+to+shadow+banking+entities.pdf>.

European Banking Federation, *Banking Sector - Facts & figures 2010*.

European Central Bank, *Securitisation, credit risk and lending standards revisited*, Research Bulletin No. 32, 30 marzo 2017.

European Securities and Markets Authority ESMA, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, No. 2, 2015.

European Social Contract Declaration EUSOCO, 11 February 2014, reperibile su www.eusoco.eu

European Systemic Risk Board ESBR, *EU Shadow Banking Monitor*, No 1, July 2016.

European Systemic Risk Board ESRB, *The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector*, 2014 consultabile su https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303_esrb_handbook_mp.en.pdf.

Facci Giovanni, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, Zanichelli, 2009.

Fahlenbrach Rüdiger, Stulz René M., *Bank CEO Incentives and the Credit Crisis*, in *Journal of Financial Economics*, V. 99, No. 1, 2011, pp. 11-26.

Fellowes Matt, *Credit Scores, Reports, and Getting Ahead in America*, Washington D.C., Metropolitan Policy Program The Brookings Institution, 2006.

Ferran Eilís, *Building an EU Securities Market*, Cambridge UK, Cambridge University Press, 2004.

Ferran Eilís, Moloney Niamh , Hill Jennifer G., Coffee Jr. John C., *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge UK Cambridge University Press, 2012.

Ferrarini Guido, Moloney Niamh, *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II*, in *European Business Organization Law Review*, V. 13, No. 4, 2012, pp. 557-597.

Ferrarini Guido, Saguato Paolo, *Reforming securities and derivatives trading in the EU: from EMIR to MiFIR*, in *Journal of Corporate Law Studies*, V. 13, No. 2., 2013, pp. 319-359.

Ferri Giovanni, Lacitignola Punziana, *Le agenzie di rating tra crisi e rilancio della finanza globale*, Bologna, Il Mulino, 2009.

Financial Conduct Authority FCA, *Regulatory sandbox*, November 2015 reperibile su <https://www.fca.org.uk/publication/research/regulatory-sandbox.pdf>.

Financial Crisis Inquiry Commission FCIC, *The Financial Crisis Inquiry Report*, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, 2011.

Financial Services Authority FSA, *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, Londra, The Financial Services Authority, 2009.

Financial Stability Board FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*, 27 October 2011 consultabile su http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf?page_moved=1.

Financial Stability Board FSB, *Global shadow banking monitoring report 2014*, 30 October 2014.

Financial Stability Board FSB, *Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board*, 12 April 2011 consultabile su http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf.

Financial Stability Board FSB, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, 29 August 2013 consultabile su http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf.

Financial Stability Board FSB, *Strengthening the Oversight and Regulation of Shadow Banking*, Progress Report to G20 Ministers and Governors, 16 April 2012 consultabile su http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_120420c.pdf?page_moved=1.

Financial Stability Board FSB, *Transforming shadow banking into resilient market-based finance. An overview of progress*, 12 November 2015.

Fishbein Allen J., Woodall Patrick, *Exotic or Toxic? An Examination of the Non-Traditional Mortgage Market for Consumers and Lenders 2*, Washington, DC, Consumer Federation of America, 2006, consultabile su http://consumerfed.org/wp-content/uploads/2010/08/Exotic_Toxic_Mortgage_Report0506.pdf

Friedman Milton, Schwartz Jacobson Anna, *Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton NJ, Princeton University Press, 1963.

Fusaro Arianna, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contratto e Impr.*, 2012, 1, pp. 181-196.

Galasso Giovanni, *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999, 3, pp. 1269-1294.

Galati Gabriele, Heath Alexandra, *What drives the growth in FX activity? Interpreting the 2007 triennial survey*, in *BIS Quarterly Review*, Dicembre 2007, pp. 63-72.

Gallone Giovanni, *I contratti derivati: "known knowns vs. unknown unknowns"*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, 4, pp. 603-636.

Geanakoplos John, *Solving the present crisis and managing the leverage cycle*, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1751, Yale University, 2010.

Geithner Timothy F., *Stress test: Reflections on financial crisis*, New York, Crown Publisher, 2014.

Geithner Timothy, *Stress Test. Reflections on financial crises*, New York, Crown Publishers, 2014.

Gennaioli Nicola, Shleifer Andrei, Vishny Robert W., *A Model of Shadow Banking*, in *Journal of Finance*, V. 68, No. 4, 2013, pp. 1331–1363.

Ghent Andra C., Kudlyak Marianna, *Recourse and Residential Mortgage Default: Evidence from U.S. States*, Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper No. 09-10, 2010.

Giannozzi Alessandro, *Fair value disclosure, rischio di liquidità e rendimenti azionari. Un'analisi empirica sulle imprese europee finanziarie e non finanziarie*, Milano, FrancoAngeli, 2016.

Gilotta Sergio, *In tema di interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 2007, 1, II, pp. 134-158.

Gilotta Sergio, *The Regulation of Outsider Trading in EU and the US*, in *European Company and Financial Law Review*, 2016, V. 13, No. 4, pp. 631- 664.

Giudici Paolo, *Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati*, nota a Collegio arbitrale, 23 settembre 2015, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, 4, II, pp. 501-508.

Giudici Paolo, *Regolazione finanziaria ed esternalità del contratto: i contratti rivolti ai terzi*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2014, 1, reperibile su <http://www.rivistadellaregolazioneideimercati.it/index.php/saggi-fascicolo-1/paolo-giudici-regolazione-finanziaria-ed-esternalita-del-contratto-i-contratti-rivolti-ai-terzi>.

Gobat Jeanne, Yanase Mamoru , Maloney Joseph, *The Net Stable Funding Ratio: Impact and Issues for Consideration*, International Monetary Fund Working Paper n. 106, 2014.

Gola Carlo, Burroni Marco, Columba Francesco, Ilari Antonio, Nuzzo Giorgio, Panzarino Onofrio, *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza Occasional Paper No. 372, 2017.

Gola Carlo, Ilari Antonio, *Financial innovation oversight: a policy framework*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza Occasional Paper No. 200, 2013.

Goldstein Ira J., *Lost Values: A Study of Predatory Lending in Philadelphia*, The Reinvestment Fund, 2007 consultabile su https://www.reinvestment.com/wp-content/uploads/2015/12/Lost_Values_Predatory_Lending_in_Philadelphia-Report_2007.pdf.

Goldstein Morris, *Integrating Reform of Financial Regulation with Reform of the International Monetary System*, paper presentato alla *Reshaping Global Economic Governance and the Role of Asia in the Group of Twenty (G20)*, Seoul, 26–27 ottobre, 2010.

Goldstein Morris, Veron Nicolas, *Too Big to Fail The Transatlantic Debate*, Bruegel Working Paper No. 3, 2011.

Goodhart Charles , *The Basel Committee on Banking Supervision A History of the Early Years 1974–1997*, Cambridge, Cambridge University Press, 2011;

Goodhart Charles, *How should we regulate the financial sector?*, in Turner and others, *THE Future of finance And the theory that underpins it*, Chapter 5, London School of Economics and Political Scienc, LSE Report, pp. 153-176.

Gornicka Lucina A. *Banks and shadow banks: Competitors or complements?*, in *Journal of*

Financial Intermediation, V. 27, 2016, pp. 118-131.

Gorton Gary, *Bank regulation when “Banks and Banking” are not the same*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 1994, V. 10, No. 4, 1994, pp. 106-119.

Gorton Gary, Metrick Andrew, *Regulating the Shadow Banking System*, Brookings Paper on Economic Activity, 2010, pp. 261-312.

GORTON, *The Panic of 2007*, e *The Subprime Panic*, Yale Working Paper, 2008, 6.

Gramlich Edward M., *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*, The Urban Institute, 2007.

Greco Fernando, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, Giuffrè, 2010.

Greco Fernando, *La responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in *Resp. civ. e prev.*, 2013, 5, pp. 1452-1463.

Grillet-Aubert Laurent, Haquin Jean Baptiste, Jackson Clive, Killeen Neill, Weistroffer Christian, *Assessing shadow banking – nonbank financial intermediation in Europe*, European Systemic Risk Board Occasional Paper No. 10, 2016.

Guerrieri Paolo, Padoan Pier Carlo, *L'economia europea*, Bologna, Il Mulino, 2009.

Hacker Jacob S., *Universal Insurance: Enhancing Economic Security to Promote Opportunity*, The Hamilton Project Discussion Paper 2006-07, Washington DC, Brookings Institution, 2006.

Hakenes Hendrik, Schnabel Isabel, *Credit Risk Transfer in Banking Markets*, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, n. 33, 2009.

Hanson Samuel G., Kashyap Anil K., Stein Jeremy C., *A macroprudential approach to financial regulation*, in *Journal of Economic Perspectives*, V. 25, No. 1, 2011, pp. 3-28.

Hartlage Andrew W., *The Basel III Liquidity Coverage Ratio and Financial Stability*, in *Michigan Law Review*, V. 111, No. 103, 2012, pp. 459-460.

Heesch Cornelius, *Privatrechtliche Haftung für fehlerhafte Informationen. Eine Rechtsvergleichende Untersuchung am Beispiel des englischen Rechts*, Munster, Westfälische Wilhelms, 1982.

Herbert Christopher E., Belsky Eric S., *The Homeownership Experience of Low-Income and Minority Families A Review and Synthesis of the Literature*, pp. 5-59.

Hodson Dermot, Puetter Uwe, *The euro crisis and and european integration*, Cini Michelle, Perez-Solorzano Borragain Nieves, *European Union Politics*, Oxford, Oxford University Press, 5rd ed., 2016, pp. 365-380;

Hoenig Thomas M., *Back to Basics: A Better Alternative to Basel Capital Rules*, discorso tenuto al *The American Banker Regulatory Symposium*, 14 Settembre 2012 reperibile su www.fdic.gov/news/news/speeches/archives/2012/spsep1412_2.pdf;

Howell Elizabeth, *Regulatory Intervention in the European Sovereign Credit Default Swap Market*, in *European Business Organization Law Review*, V. 17, No. 3, 2016, pp. 319-353.

Hull John C, *Risk management e istituzioni finanziarie*, Roma, LUISS University Press, 2015.

Hull, *Opzioni, futures e altri derivati. Manuale delle soluzioni*, Pearson, 9 ed., 2015; Ross S.A., *Corporate finance*, 2 ed., 2015;

Il Sole 24 ore, *Bear Stearns, al collasso una banca storica di Wall Street*, 14 marzo 2008 consultabile su

<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/03/bear-stearns-collasso.shtml?uuid=d8225a88-f1e8-11dc-b9e6-00000e25108c&DocRulesView=Libero>;

Inside Mortgage Finance, *The 2007 Mortgage Market Statistical Annual*, Key Data, December 2006.

Inside Mortgage Finance, *The 2009 Mortgage Market Statistical Annual*, V. 2 The Secondary Market, Bethesda US, Inside Mortgage Finance Publications, 2008

International Monetary Fund IMF, *Financial Stress and Deleveraging: Macro-Financial Implications and Policy*, Global Financial Stability Report, October 2008.

International Monetary Fund IMF, *Global Financial Stability Report Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking Curbing Excess while Promoting Growth*, Chapter 2: *Shadow Banking around the Globe: How Large, and How Risky?*, 2014, p. 65-104.

International Monetary Fund, *Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, Press Conference on the Global Financial Stability Report, 8 April 2008.

International Monetary Fund, *Market Developments and Issues*, Global Financial Stability Report, 2007.

ISDA, Clifford & Chance, *Regulation of OTC derivatives markets - A comparison of EU and US initiatives*, 2012, consultabile su <https://www2.isda.org/functional-areas/public-policy/global/page/2>,

Isidore Chris, *Countrywide forced to turn to banks for help*, in *CNNMoney.com*, 16 agosto 2007 consultabile su <http://money.cnn.com/2007/08/16/news/companies/countrywide/>

Johnson Simon, Kwak James, *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, New York, Pantheon Books, 2010.

Joint Economic Committee, *The Subprime Lending Crisis. The Economic Impact on Wealth, Property Values and Tax Revenues, and How We Got Here*, Report and Recommendations by the Majority Staff of the Joint Economic Committee, October 2007.

Kara Alper, Marques-Ibanez David, Ongena Steven, *Securitization and credit quality*, Board of Governors of the Federal Reserve System *International Finance Discussion Paper*, No. 1148, 2016.

Kara Alper, Marques-Ibanez David, Ongena Steven, *Securitization and lending standards: evidence from the wholesale loan market*, European Central Bank, Working Paper Series No. 1362, 2011.

Kattel Rainer, Kregel Jan, Tonveronachi Mario, *Financial Regulation in the European Union*, Abingdon-on-Thames UK, Routledge, 2015.

KELLY Kate, NG Serena , REILLY David , *Two Big Funds At Bear Stearns Face Shutdown*, The Wall Street Journal, 20 giugno 2007, consultabile su <https://www.wsj.com/articles/SB118230204193441422>

Kerwer Dieter, *Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies*, in *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, V. 18, No. 3, 2005, pp. 453-475.

Keys Benjamin J., Mukherjee Tanmoy, Seru Amit, Vig Vikrant, *Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 2010, V. 125, No. 1, pp. 307-362.

Khigbe Aigbe, McNulty James E., *Bank monitoring, profit efficiency and the commercial lending business model*, in *Journal of Economics and Business*, V. 63, No. 6, 2011, pp. 531–551.

King Michael R., *The Basel III Net Stable Funding Ratio and bank net interest margins*, in *Journal of Banking & Finance*, V. 37, No. 11, 2013, pp. 4144-4156;

King Peter, Tarbert Heath, *Basel III: An Overview*, in *Banking & Financial Services Policy Report*, V. 30, No. 5, 2011, pp. 1-18.

Labaton Stephen, *Trying to Rein In 'Too Big to Fail' Institutions*, in *New York Times*, 25 ottobre 2009 reperibile su <http://www.nytimes.com/2009/10/26/business/economy/26big.html>.

Labonte Marc, *Systemically Important or "Too Big to Fail" Financial Institutions*, Congressional Research Service Report. 26 maggio 2017, reperibile su <https://fas.org/sgp/crs/misc/R42150.pdf>.

Ladd Helen F., *Evidence on discrimination in mortgage lending*, in *The Journal of Economic Perspectives*, V. 12, No. 2, 1998, pp. 41-62.

Lamandini Marco, *I regolamenti europei istitutivi del Comitato per il rischio sistemico e delle Autorità europee di vigilanza su assicurazioni, banche, strumenti finanziari e mercati*, in *N. leggi civ.*, 2012, 2, pp. 211-223.

Lamponi Ivan, *L'(incerta) esistenza di obblighi di informazione continuativa in capo all'intermediario: l'oscillazione dei valori dei titoli e della giurisprudenza di merito*, nota a Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, in *Resp. civ. e prev.*, 2012, 6, pp. 2025-2042.

Lannoo Karel, Napoli Chris., *Bank State Aid in the Financial Crisis: Fragmentation or level playing field?*, CEPS Task Force Report, Brussels, Centre for European Policy Studies, 2010.

Lastra Rosa M., *The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe*, in *Columbia Journal of Economic Law*, V. 10, No. 1, 2003, pp. 49-68.

Levine Ross, Barth James R., Caprio Gerard, *Rethinking Bank Regulation*, New York, Cambridge University Press, 2006.

Levine Ross, Barth James R., Caprio Gerard., *Guardians of finance: making regulators work for us*, Cambridge MA, MIT Press, 2012.

Li Shuai, Abraham Dulcy, Cai Hubo , *Infrastructure financing with project bond and credit default swap under public-private partnerships*, in *International Journal of Project Management*, V. 35, No. 3, 2017, pp. 406-419.

Llewellyn David T., *Fifty Years in the Evolution of Bank Business Models*, in Balling Morten, Gnan Ernest, *50 Years of Money and Finance - Lessons and Challenge*, Bruxelles, Larcier, 2013 pp. 319-354.

Locarno Alberto, *The macroeconomic impact of Basel III on the Italian economy*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers n. 88, 2011.

Long Cate, *Congressional Whitepaper: Creating transparency and competition in the credit markets*, prepared for The Chairmen and Members of the Subcommittee on Securities and

Insurance, Senate Banking Committee and the Subcommittee on Capital Markets, Insurance and GSEs, House Financial Services Committee, 15 January 2008.

Longo Morya, *Garanzia dello Stato sui titoli Abs*, in *Il sole 24 ore*, 3 ottobre 2014,

Loutskina Elena, Strahan Philip E., *Securitization and the declining impact of bank finance on loan supply: evidence from mortgage acceptance rates*, in *Journal of Finance*, V. 64, No. 2, 2009, pp. 861-889.

Macchia Marco, *L'architettura europea dell'unione bancaria tra tecnica e politica*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 2015, 6, pp. 1579-1618

Maddison Angus, *The World Economy*, OECD Development Centre, Parigi, OECD Publishing, 2003.

Maffei Daniele, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 4, pp. 1096-1124.

Maffei Daniele, *La causa del contratto di swap e i costi impliciti*, nota a Trib. Monza, 17 luglio 2012 in *Riv. Dir. Bancario* in www.dirittobancario.it, febbraio 2013 reperibile su http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/maffei_d.causa_del_contratto_di_interest_rate_swap_e_costi_impliciti2013.pdf.

Markham Jerry, *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, Abingdon-on-Thames UK, Routledge, 2015.

Marques-Ibanez David, *Securitization and Credit Quality*, *IMF Working Paper Series*, No. 221, 2016.

Marques-Ibanez David, *Securitisations, credit risk and lending standards revisited*, European Central Bank Research Bulletin No. 32, 30 marzo 2017.

Martynova Natalya, *Effect of bank capital requirements on economic growth: a survey*, De Nederlandsche Bank, Working Paper n. 467, 2015.

Masera Francesco, Mazzoni Giancarlo, *Basilea 3., Il nuovo sistema di regole bancarie dopo la grande crisi*, Milano, FrancoAngeli, 2012.

Masera Rainer, *Taking the Moral Hazard Out of Banking: The Next Fundamental Step in Financial Reform*, in *PSL Quarterly Review*, V. 64, No. N. 257, 2011, pp. 105-142.

Masera Rainer, *US Basel 3. Final rule on bank's capital requirements: a different-size-fits-all approach*, in Masera Rainer, Guida Roberto., *Does one size fit all?: Basel rules and SME financing*, Bologna, Il Mulino, 2014, pp.55-72.

Mason Joseph R., Rosner Josh, *How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions?*, paper presentato all'Hudson Institute, Washington, febbraio 2007.

Maurer Henri, Grussenmeyer Patrick, *Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact*, European Central Bank Statistics Paper Series No. 7, 2015.

Mazzoni Alberto, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Analisi giur. econ.*, 2002, 1, pp. 209-254.

McCulley Paul, *Teton Reflections*, PIMCO Global Central Bank Focus, 2007.

Michie Jonathan, Oughton Christine, *Measuring Diversity in Financial Services Markets: A Diversity Index*, Centre for Financial and Management Studies Discussion Paper Series No.

113, 2013.

Mishkin Frederick S., Eakins Stanley G., Forestieri Giancarlo, *Istituzioni e mercati finanziari*, Milano, Pearson Italia, 2007, pp. 485 e 534.

Mizrach Bruce, *Comment on "Endogenous and Systemic Risk*, in Haubrich Joseph G., Lo Andrew W. (a cura di), *Quantifying Systemic Risk*, Chicago IL, University of Chicago Press, 2013, pp. 94-105.

Mollers Thomas M. J., *Regulating Credit Rating Agencies: the new US and EU law-important steps or much ado about nothing?*, in *Capital Markets Law Journal*, V. 4, No. 4, 2009, pp. 477-500.

Moravesik Andrew, *Preferences and Power in the European Community: A Liberal Intergovernmentalist Approach*, in *Journal Of Common Market Studies*, V. 31, No. 4, 1993, pp. 473-524.

Moravesik Andrew, *The Choice for Europe: Social Purpose and State Power from Messina to Maastricht*, Ithaca NY, Cornell University Press, 1998.

Moreira Alan, Savov Alexi, *The Macroeconomics of Shadow Banking*, NBER Working Paper No. 20335, 2014;

Morgenson Gretchen, *Requiem for an Honorable Profession*, New York Times, 5 Maggio 2002, reperibile su <http://www.nytimes.com/2002/05/05/business/requiem-for-an-honorable-profession.html>.

Muley Ameya, *Impact of monetary policy on collateral reuse*, in *Journal of Market Infrastructures*, V. 5, No. 1, 2016, pp. 83-101.

Munnell Alicia H., Tootell Geoffrey M. B., Browne Lynn E., McEneaney James, *Mortgage Lending in Boston: Interpreting HMDA Data*, in *The American Economic Review*, V. 86, No. 1, 1996, pp. 25-53.

Nadauld Taylor D., Sherlung Shane M., *The Role of Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit*, Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board n. 28, Washington D.C., 2009.

Neuberger Doris, Rissi Roger, *Macprudential Banking Regulation: Does One Size Fit All?*, in *Journal of Banking and Financial Economics*, V. 1, No. 1, 2014, pp. 4-27.

Nogler Luca, Reifner Udo (a cura di), *The New Dimension: Life Time in the Law of Contracts and Obligations*, The Netherlands: Eleven International Publishing, 2014.

Norris Floyd, *Yes, He Can Top That*, New York Times, 17 July 2002, reperibile su <http://www.nytimes.com/2002/07/17/business/the-markets-market-place-yes-he-can-top-that.html>.

OECD, *OCSE Studi Economici: Italia 2009*, Parigi, OECD Publishing, 2009.

Office of the Comptroller of the Currency, *Supporting Responsible Innovation in the Federal Banking System: An OCC Perspective*, Washington, D.C., March 2016 consultabile su <http://consumerbankers.com/sites/default/files/OCC%20whitepaper%20fin%20inno%282%29.pdf>,

Onado Marco, *La supervisione finanziaria europea dopo il rapporto de Larosiere: siamo sulla strada giusta?*, in *Bancaria*, V. 65, No. 10, 2009, pp. 16-26.

Ordonez Guillermo, Piguillem Facundo, *Retirement in the Shadow (Banking)*, paper presentato al Society for Economic Dynamics Annual Meeting, Varsavia 25-27 giugno 2015.

Ordóñez Guillermo, Sustainable Shadow Banking, NBER Working Paper No. 19022, 2013.

Organisation for Economic Cooperation and Development, consultabile su www.oecd.org/

Ötker-Robe İnci, Narain Aditya, Ilyina Anna, Surti Jay, *The Too-Important-to-Fail Conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve*, IMF Staff Discussion Note, 27 maggio 2011.

Panzarini Elisabetta, *Effetti e disciplina del contratto di opzione*, Roma, Aracne, 2013;

Parmeggiani Federico, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, Giur. Comm., 2010, 1, I, pp. 121-154;

Parmeggiani Federico, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, nota a Trib. Roma, 17 gennaio 2012, in *Giur. comm.* 2013, 3, II, pp. 462-489.

Perotti Enrico, *The root of shadow banking*, CEPR Policy Insight No. 69, 2013

Plantin Guillaume, *Shadow Banking and Bank Capital Regulation*, in *Review of Financial Studies*, V. 28, No. 1, 2015, pp. 146–175.

Plosser Matthew C., Santos João A. C., *Banks' Incentives and the Quality of Internal Risk Models*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 704, 2014

Posner Richard A., *A Failure of Capitalism. The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Cambridge MA, Harvard University Press, 2009.

Posner Richard A., *Is a European approach to financial regulation emerging from the crisis*, in Helleiner Eric, Pagliari Stefano, Zimmerman Hubert, *Global Finance in Crisis: The Politics of International Regulatory Change*, Abingdon-on-Thames UK, Routledge, 2010, pp. 108-120.

Pozen Robert, *Too Big to Save? How to Fix the U.S. Financial System*, Hoboken NJ, John Wiley & Sons, 2010.

Pozsar Zoltan, Singh Manmohan, *The non-bank-bank nexus and the shadow banking system*, IMF Working Paper No. 289, December 2011.

Pozsar Zoltan, Adrian Tobias, Ashcraft Adam, Boesky Hayley, *Shadow banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 458, 2010.

Pozsar Zoltan, *Shadow banking: The Money View*, Office of Financial Research Working Paper No. 4, 2014.

Principe Angela, *Le agenzie di rating*, Quaderni di giurisprudenza Commerciale, Milano Giuffrè, 2014.

Quaglia Lucia, *Governing financial services in the European union*, Abingdon-on-Thames UK, Routledge, 2010.

Rajan Raghuram G., *Has Financial Development Made the World Riskier?*, National Bureau Of Economic Research Working Paper No. 11728, 2005.

Rechtschaffen Alan N., *Capital Markets, Derivatives and the Law: Evolution After Crisis*, Oxford, Oxford University Press, 2014.

Reifner Udo, *Responsible bankruptcy*, in Nogler Luca, Reifner Udo (a cura di), *The New Dimension: Life Time in the Law of Contracts and Obligations*, The Netherlands, Eleven International Publishing, 2014, pp.367-384.

Renaurt Elizabeth, *An Overview of the Predatory Lending Process*, in *Housing Policy Debate*, V. 15, No.3, 2004, pp. 467-502.

Risso Giorgio, “*Interferenze*” tra diritto dell’UE e diritto nazionale nei casi di responsabilità civile delle agenzie di rating, nota a Trib. Roma, 27 marzo 2015, in *Soc.*, 2016, 4, pp. 439-452.

Risso Giorgio, *Investor Protection in Credit Rating Agencies' Non-Contractual Liability: the Need for a Fully Harmonised Regime*, in *European Law Review*, 2015, No. 5, pp. 706-743;

Romano Giovanni, *La riforma dei derivati “OTC” negli USA: dalle regole di common law al Dodd-Frank Act*, in *Riv. dir. comm.*, V. 111, No. 1, 2011, p. 137-203.

Rosenblum Harvey, *Choosing the Road to Prosperity: Why We Must End Too Big to Fail—Now*, Federal Reserve Bank of Dallas, presentazione al *Dallas Fed 2011 Annual Report*, 2012.

S&P Global Market Intelligence, *The world's 100 largest banks*, 2017 reperibile su <http://pages.marketintelligence.spglobal.com/Global-Bank-Rankings-Request.html>.

Salodini carlo Enrico, *Obblighi informativi degli intermediari finanziari e risarcimento del danno. La Cassazione e l'interpretazione evolutiva della responsabilità precontrattuale*, nota a Cass. civ., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Giu. comm.*, 2006, 4, II, pp. 626-645.

Saponaro Michele, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a risponderne*, nota a Cass. SS.UU., 22 maggio 2012, n. 8076, Trib. Milano, 1 luglio 2011, Trib. Roma, 17 gennaio 2012 e Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, in *Danno e Resp.*, 2013, 2, pp. 177-194.

Sardo gianluca, *Natura e causa del contratto di interest rate swap*, nota a App. Milano, 18 settembre 2013, Trib. Torino, 19 gennaio 2014 e Trib. Torino, 18 aprile 2014, in *Corr. giur.*, 2015, 1, pp. 30-51.

Sarkisyan Anna, Casu Barbara, Clare Andrew, Thomas Steve, *Securitization and Bank Performance: Some Empirical Evidence on US Commercial Banks*, in *Bancaria Special Issue* 2010, No. 3, pp. 56-62.

Sartori Filippo, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, Cedam, 2011.

Scalcione Raffaele , *La nuova disciplina dei derivati OTC: un prodotto di importazione*, in Santoro (a cura di), *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, Milano, Giuffrè, 2012, p. 407-484.

Scannella Enzo, *La catena del valore dell'intermediazione creditizia nell'economia delle imprese bancarie. Profili di innovazione finanziaria, organizzativa e tecnologica*, Milano, FrancoAngeli, 2011.

Scaroni Clementina, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. e impr.*, 2011, 3, pp. 764-832;

Schloemer Ellen, Li Wei, Ernst Keith, Keest Kathleen, *Losing Ground: Foreclosures in the Subprime Market and Their Cost to Homeowners*, Center for Responsible Lending, 2006.

Scipione Lugi, *Le distorsioni strutturali dei credit default swap e il rischio di controparte. Ripercussioni sulla stabilità dei mercati e spunti per una revisione normativa*, in *Dir. banca e del mercato finanziario*, 2016, 2, I, pp. 279-350.

Securities Industry and Financial Markets Association SIFMA, *The Financial Services Fact Book 2008*, New York Insurance Information Institute, 2008.

Shild Joachim, *Mission Impossible? The Potential for Franco–German Leadership in the Enlarged EU*, in *Journal of Common Studies*, V. 48, No 5, 2010, pp. 1367-1390;

Sinde Monteiro Jorge Ferreira, *Responsabilidade por conselhos, recomendacoes*, Coimbra, Almedina 1989.

Stein Jeremy C., *Securitization, Shadow Banking, and Financial Fragility*, in *Daedalus*, 2010, V. 139, No. 4, pp. 41-51

Stein Jerome L., *Stochastic Optimal Control and the U.S. Financial Debt Crisis*, New York, Springer, 2012.

Stern Gary H., Feldman Ron J., *Too Big To Fail: The Hazards of Bank Bailouts*, Washington, Brookings Institution, 2004.

Stiglitz Joseph E., *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, New York, W. W. Norton & Company, 2010.

Stout Lynn A., *Derivatives and the legal origin of the 2008 credit crisis*, in *Harvard Business Law Review*, V. 1, 2011, pp. 1-38.

Szyszka Adam, *The genesis of the 2008 global financial crisis and challenges to the neoclassical paradigm of finance*, in *Global Finance Journal*, V. 22, No. 3, 2011, pp. 211–216.

Taccani Igor, *Danno da informazione economica: sistema tedesco e sistema italiano a confronto*, in *Contratto impr. Europa*, 2001, 2, pp. 706-730.

The Committee of European Securities Regulators, CESR’s Second Report to the European Commission, *Role of Credit Rating Agencies in structured finance*, 2008.

The Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, Collingdale PA, DIANE Publishing, 2011.

The Nation, *Fed injects \$62 billion as panicky players sell*, Agence France-Press, 13 agosto 2007, reperibile su www.pressreader.com/thailand/the-nation/20070813/282123517115911.

Timaraos Nick, *The Subprime Market's Rough Road*, in *The Wall Street Journal*, 17 febbraio 2007.

Toarna Alina , Cojanu Valentin , *The 2008 Crisis: Causes and Future Direction for the Academic Research*, in *Procedia Economics and Finance*, V. 27, 2015, pp. 385-393.

Toniolo Gianni, *Central bank cooperation at the Bank for International Settlements 1930-1973*, New York, Cambridge University Press, 2005.

Tonveronachi Mario, *L’unione bancaria europea. Di nuovo un disegno istituzionale incompleto*, in *Moneta e Credito*, V. 66, No. 264, 2013, pp. 397-413;

Tse Yiunan, *Asymmetric Volatility, Skewness, and Downside Risk in Different Asset Classes: Evidence from Futures Markets*, in *Financial Review*, V. 51, No. 1, 2016, pp. 83-111.

U.S. Department of the Treasury, *Secretary Geithner Sends Letter to FSOC Members on Necessary Money Market Fund Reforms*, 27 September 2012 consultabile su <https://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/geithner-fsoc-letter.aspx>.

U.S. Government Publishing Office, *Economic Report for President, Administration of George W. Bush, Ortgage debt outstanding by type of property and of financing 1949-2005*, 2006.

U.S. Securities and Exchange Commission, SEC Fact Sheet on Global Analyst Research Settlements, 28 April 2003 reperibile su <https://www.sec.gov/news/speech/factsheet.htm>

Valukas Anton R., *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner's Report*, 11 March 2010, reperibile su <https://web.stanford.edu/~jbulow/Lehmandocs/menu.html>.

van der Veer Koen, Klaaijzen Eric, Roerink Ria, *Shedding a clearer light on financial stability risks in the shadow banking system*, De Nederlandsche Bank Occasional Studies, Vol. 13, No. 7, 2015, p. 27 ss.;

Vella Francesco, Ghetti Riccardo, *Il rating nelle scelte di investimento dei gestori collettivi del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2016, I, pp. 762-793.

Vink Dennis, Thibeault André E., *ABS, MBS and CDO Compared: an Empirical Analysis*, in *The Journal of Structured Finance*, Vol. 14, No. 2, 2008, pp. 27-45.

von Thadden Ernst-Ludwig, *Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: the winner's curse*, in *Finance Research Letters*, V. 1, No. 1, 2004, pp. 11-23.

Wittenberg Tim, *Regulatory Evolution of the EU Credit Rating Agency Framework*, in *European Business Organization Law Review*, Vol. 16, No. 4, 2015, pp. 669-709.

Zanardo Alessandra, *La Suprema Corte si pronuncia sulla responsabilità "da prospetto"*, in *La Responsabilità Civile*, 2012, 11, pp. 804-810.

Siti Web

http://consumerfed.org/wp-content/uploads/2010/08/Exotic_Toxic_Mortgage_Report0506.pdf

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32008L0048>.

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:52008PC0704>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex:31993L0022>

<http://fcic.law.stanford.edu/interviews/view/192>

<http://fcic.law.stanford.edu/interviews/view/99>

<http://money.cnn.com/2007/08/16/news/companies/countrywide/>

<http://pages.marketintelligence.spglobal.com/Global-Bank-Rankings-Request.html>

<http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/news/2010/036.pdf>

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

http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000060268/EU_Monitor_No__4%3A_Reform_of_EU_regulatory_and_supe.PDF

http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/maffeis_d.causa_del_contratto_di_inte_rest_rate_swap_e_costi_impliciti2013.pdf

http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf.

http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf?page_moved=1

http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_120420c.pdf?page_moved=1

http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf
<http://www.ilcaso.it/articoli/200.pdf>
<http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/13654.pdf>
<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/03/bear-stearns-collasso.shtml?uuid=d8225a88-f1e8-11dc-b9e6-00000e25108c&DocRulesView=Libero>
<http://www.nytimes.com/2002/05/05/business/requiem-for-an-honorable-profession.html>
<http://www.nytimes.com/2002/07/17/business/the-markets-market-place-yes-he-can-top-that.html>
<http://www.nytimes.com/2009/10/26/business/economy/26big.html>
<http://www.quirinale.it/elementi/Continua.aspx?tipo=Discorso&key=461>
<http://www.rivistadellaregolazioneideimercati.it/index.php/saggi-fascicolo-1/paolo-giudici-regolazione-finanziaria-ed-esternalita-del-contratto-i-contratti-rivolti-ai-terzi>
<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/08/27/AR2009082704193.html>
<https://fas.org/sgp/crs/misc/R42150.pdf>
<https://fcic.law.stanford.edu/hearings/testimony/first-public-hearing>
https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/1999-10-31%20Kathleen%20Day%20WPost%20Article%20Reinventing%20the%20Bank.pdf
<https://web.stanford.edu/~jbulow/Lehmandocs/menu.html>
https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/_Anlagen/2010/2010-06-08-brief-sarkozy-eng.pdf?__blob=publicationFile&v=2
<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+institutions+exposures+to+shadow+banking+entities.pdf>
https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160707_1.en.html
https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303_esrb_handbook_mp.en.pdf
<https://www.fca.org.uk/publication/research/regulatory-sandbox.pdf>
<https://www.ft.com/content/1d8921f4-1c8d-11e3-a8a3-00144feab7de?mhq5j=e2>
<https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/ah.pdf>
https://www.reinvestment.com/wp-content/uploads/2015/12/Lost_Values_Predatory_Lending_in_Philadelphia-Report_2007.pdf
<https://www.sec.gov/news/speech/factsheet.htm>
<https://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/geithner-fsoc-letter.aspx>
<https://www.wsj.com/articles/SB118230204193441422>
<https://www2.isda.org/functional-areas/public-policy/global/page/2>
<su www.eusoco.eu>
<www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.pdf>
<www.fhfa.gov/SupervisionRegulation/FannieMaeandFreddieMac/Pages/About-Fannie-Mae--Freddie-Mac.aspx>

www.fsb.org/wp-content/uploads/pr_100627.pdf.
www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/8236.pdf
www.isda.org/c_and_a/pdf/Fed-Letter-Final10-31-08.pdf.
www.marketswiki.com/wiki/Countrywide_Financial_Corp.
www.oecd.org/

Giurisprudenza

App. Milano, 18 settembre 2013, in *Corr. giur.*, 2015, 1, p. 30.
App. Milano, 18 settembre 2013, in *Giur. comm.*, 2014, 2, II, p. 277.
App. Milano, 18 settembre 2013, in *N. giur. civ. comm.*, 2014, 3, I, p. 206.
Cass. civ., 25 febbraio 1998, n. 2017 in *Giust. civ.* 1999, I, p. 2809.
Cass. civ., 25 maggio 2016, n. 10640, in *Diritto & Giustizia*, 24 maggio 2016.
Cass. civ., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Giu. comm.*, 2006, 4, II, p. 626.
Cass. civ., 6 gennaio 1984, n. 94 in *Resp. Civ. e Prev.*, 1984, 6, p. 674.
Cass. SS.UU., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *Mondo giudiz.*, 2008, 102.
Cass. SS.UU., 22 maggio 2012, n. 8076, in *Danno e Resp.*, 2013, 2, p. 177.
Collegio arbitrale, 4 luglio 2013, in *Giur. Comm.*, 2015, 2, II, p. 337.
Corte di giustizia dell'Unione europea, 22 gennaio 2014, causa C-270/12, in *Giorn. dir. amm.*, 2014, 7, p. 689.
Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, in *Danno e Resp.*, 2013, 2, p. 177.
Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, in *Resp. civ. e prev.*, 2012, 6, p. 2026.
Trib. Milano, 1 luglio 2011, n. 8790, in *Danno e Resp.*, 2013, 2, p. 177.
Trib. Monza, 17 luglio 2012, in *Riv. Dir. Bancario* in www.dirittobancario.it, febbraio 2013.
Trib. Novara, 23 giugno 2011 in *Foro padano* 2012, 2, I, 293.
Trib. Ravenna, 14 febbraio 2012, in *Il Caso.it*, consultabile su www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/8236.pdf.
Trib. Ravenna, 8 luglio 2013, in *N. giur. civ. comm.*, 2014, 3, I, p. 206.
Trib. Roma, 17 gennaio 2012, in *Danno e Resp.*, 2013, 2, p. 177.
Trib. Roma, 17 gennaio 2012, in *Giur. comm.* 2013, 3, II, 462.
Trib. Roma, 27 marzo 2015, in *Soc.*, 2016, 4, p. 439.
Trib. Torino, 18 aprile 2014, in *Corr. giur.*, 2015, 1, p. 30.
Trib. Torino, 19 gennaio 2014, in *Corr. giur.*, 2015, 1, p. 30 .
Securities Industry Association v. Board of Governors of the Federal Reserve System, 627 F. Supp. 695 (D.D.C. 1986) consultabile su <http://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/627/695/1974221/>.

Discorsi, Inteventi, Interviste

BERNANKE Ben S., *Testimony before the US Financial Crisis Inquiry Commission*, Washington, 2 settembre 2010, consultabile su www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.pdf.

CONSTÂNCIO Vítor, *Challenges for the European banking industry*, discorso tenuto alla Conferenza su “*European Banking Industry: what’s next?*”, University of Navarra, Madrid, 7 July 2016, reperibile su https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160707_1.en.html.

DIMON JAMIE, *Testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission, First Public Hearing of the FCIC, day 1, panel 1: Financial Institution Representatives*, 13 gennaio 2010 reperibile su <https://fcic.law.stanford.edu/hearings/testimony/first-public-hearing>.

Financial Crisis Inquiry Commission FCIC., *Interview with Marc Savitt, President of the National Association of Independent Housing Professionals*, 17 novembre 2010. Reperibile su <http://fcic.law.stanford.edu/interviews/view/99>.

Gramlich Edward M., *A Policy in Lampman's Tradition: The Community Reinvestment Act*, discorso tenuto al *Second Annual Robert J. Lampman Memorial Lecture*, University of Wisconsin, Madison June 16, 1999.

HALDANE Andrew G , *The \$100 Billion Question*, Speech to Institute of Regulation and Risk, Hong Kong, March 2010, reperibile su <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/news/2010/036.pdf>.

HALDANE Andrew G, *The Dog and the Frisbee*, Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s, 36th Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 31 August 2012, reperibile su <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/ah.pdf>.

International Swaps and Derivatives Association ISDA, *Geithner Letter*, 31 ottobre 2008, consultabile su www.isda.org/c_and_a/pdf/Fed-Letter-Final10-31-08.pdf.

KING Mervyn, *Speech at the Lord Mayor’s Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House*, Londra, 17 giugno 2009.

Mattarella Sergio, intervento al Convegno “L’Europa luogo di superamento dei conflitti”, Centenario dell’Unione di Gorizia all’Italia, 26 ottobre 2016, reperibile su <http://www.quirinale.it/elementi/Continua.aspx?tipo=Discorso&key=461>;

Sarkozy Nicolas, Merkel Angela, letter to President of the European Commission José Manuel Barros, 8 giugno 2010 reperibile su https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/_Anlagen/2010/2010-06-08-brief-sarkozy-eng.pdf?__blob=publicationFile&v=2.

TURNER Adair, *What do banks do, what should they do and what public policies are needed to ensure best results for the real economy?*, discorso tenuto presso la *CASS Business School*, Londra, 17 gennaio 2010, p.14;

William C. Dudley, Interview, Federal Reserve Bank Of New York, reperibile su <http://fcic.law.stanford.edu/interviews/view/192>.