

# Fondi e «banche ombra», stress test in arrivo

Per le authority Ue il rischio sistemico è nello shadow banking: una «bomba» da 28mila miliardi di euro

**FOCUS  
FINANZA**

*Authority Ue  
in allarme:  
«Stress test  
anche ai fondi»*

**200** Miliardi di euro. Di recente creata da 7.600 miliardi nel 2015 il totale degli asset detenuti da fondi di investimento e fondi alternativi emessi da investitori e da società veicolo finanziarie.

**Lo scenario.** La ritirata dei colossi del credito ha consentito ai fondi di colmare i vuoti del mercato e crescere a dismisura

## IL PERICOLO

**I fattori di rischio sono il boom dei capitali gestiti, l'integrazione tra banche e asset manager e l'alto livello di interconnessione tra le istituzioni finanziarie**  
di **Alessandro Plateroti**

**D**opo tre anni di stretta regolatoria sulle banche, le autorità di vigilanza europee hanno ora spostato il mirino su un nuovo bersaglio: i fondi di investimento e i fondi alternativi. Incuranti delle critiche e delle polemiche sulle tensioni borsistiche create dagli stress test sulle cattedrali del credito, i regulator europei ritengono addirittura necessario estendere le simulazioni periodiche di shock finanziario ai bilanci dei grandi gestori del risparmio delle famiglie e dei capitali speculativi, chiudendo così il cerchio dei controlli a tappeto sull'intera filiera dei servizi finanziari.

**S**u tempi e modalità della stretta sui fondi c'è il massimo riserbo, ma visti i toni e le parole usate dai regulatori nei confronti della rischiosità sistemica attribuita allo "shadow banking" - come è chiamata sui mercati l'attività creditizia svolta da soggetti non bancari - l'allarme sui fondi assume un'importanza straordinaria e lascia poco spazio agli equivoci: «Le dimensioni assunte in Europa dallo shadow banking e l'interconnessione tra imprese finanziarie e creditizie - scrivono le authority nel loro rapporto del 7 settembre 2016 inviato alla Commissione Ue e alla Bce - impongono un aumento dei controlli e delle regole sull'attività dei fondi di investimento, dei fondi alternativi e in generale degli operatori del risparmio gestito». Situazioni particolarmente critiche sono state rilevate anche nel settore dei fondi pensionistici aziendali e nelle

assicurazioni, dove l'effetto dei tassi a zero o sotto zero ha fatto crollare in molti Paesi il rapporto tra rendimento delle attività e passività derivanti dagli obblighi contrattuali, mettendo in crisi la stessa capacità di onorare gli impegni pensionistici. Per questo, secondo i regulator Ue, si ritiene opportuna l'introduzione di esercizi di stress test periodici anche sul settore previdenziale privato e sugli altri operatori non bancari».

Lungi dall'aver messo in sicurezza il sistema finanziario europeo, tre anni di riforme e di vincoli all'attività bancaria sembrano invece aver generato due spinte contrastanti: da un lato, hanno accentuato la tensione patrimoniale e dei modelli di business delle banche, ma dall'altro hanno favorito lo spostamento dei capitali e degli atteggiamenti speculativi su altri settori scarsamente regolamentati ma di rilevanza strategica per la sicurezza dei mercati. Questo effetto collaterale non era certamente nelle intenzioni delle authority, che proprio per questo intendono ora allargare la rete dei controlli e della vigilanza: i fondi, a loro avviso, hanno rapidamente colmato ogni area di mercato offerta dalla ritirata dei colossi del credito, assumendo in poco tempo dimensioni impressionanti. «In Europa - è scritto nel documento dell'Esma - le attività amministrare dallo shadow banking hanno raggiunto a inizio anno i 28mila miliardi di euro, una cifra superiore a quella dell'intero sistema bancario dell'Unione».

Cifre, analisi e conclusioni sono il risultato di un anno di lavoro e di ispezioni condotte a tappeto su tutti gli intermediari finanziari dal Joint Committee of the European Supervisory Authorities (Esa), l'interfaccia istituzionale dello European Systemic Risk Board (Esrp): nell'organo unificato di vigilanza sono rappresentate le tre grandi authority finanziarie della Ue (Eba per le banche, Esma per borse e mercati ed Eiopa per assicurazioni e fondi pensione) con il compito di garantire il coordinamento della vigilanza sul mercato dei capitali e sui suoi intermediari, anche per ciò che riguarda la vendita di prodotti finanziari al retail, la protezione dei risparmiatori e l'antiriciclaggio. Le



conclusioni scritte nel rapporto, insomma, rappresentano una richiesta collegiale su cui Commissione e Parlamento avranno difficilmente da ridire.

Già da tempo, del resto, si discute a livello mondiale della pericolosità sistemica potenziale dello shadow banking e dei fondi alternativi e soprattutto dell'opportunità di imporre alle "banche ombra" maggiori controlli sulla loro capacità di assorbire shock finanziari imprevisti. Ma vista anche la forza del settore, e soprattutto la sua pervasività globale, finora è stato fatto poco o niente per ridurre la rischiosità sia in America che in Europa. Nel suo rapporto, l'Esa sostiene invece che sia giunto il momento di agire: «Più fattori convergenti - si sostiene nel rapporto - giustificano un'azione regolatoria immediata: l'alto livello di interconnessione tra istituzioni finanziarie, la crescente integrazione orizzontale e verticale tra banche e asset manager, ma soprattutto l'esplosione dei capitali gestiti da fondi di investimento, hedge fund speculativi e società-veicolo della finanza ombra». Alle spalle di questo processo, ammette anche l'Esa, ci sono soprattutto le distorsioni e le correlazioni di comportamento generate dall'eccesso di liquidità provocato dalle manovre straordinarie della Banca centrale europea, gli effetti negativi dei tassi di interesse a zero e le difficoltà operative e reddituali delle banche, emerse meglio del previsto dagli ultimi stress test ma sempre sotto pressione per il drammatico restringimento della forbice di intermediazione.

Ma per l'Esa, le asimmetrie e gli effetti collaterali dei tassi sulle attuali condizioni del mercato finanziario vanno ora ben oltre i confini del mondo bancario. Nel rapporto sui rischi sistemici in Europa, l'Esa elenca tutte le principali minacce alla stabilità finanziaria, ponendo in evidenza le criticità specifiche di ogni settore e il potenziale di rischio di ogni tipologia di servizio di intermediazione. Anche se l'attenzione sulla solidità del sistema bancario resta alta - tassi a zero, redditività in calo e sofferenze pesano come macigni sul settore del credito - le aree più esposte all'incertezza e ai rischi sono ora le assicurazioni e soprattutto i fondi pensione, la cui stabilità rischia di essere compromessa dal crollo dei rendimenti dei titoli di Stato e soprattutto dallo sbilancio crescente nel rapporto tra attività e passività. Per l'Esa, la possibilità di onorare gli impegni di lungo termine da parte di molti fondi pensionistici aziendali europei rischia di essere seriamente compromessa. «Al pari dei fondi di investimento - scrive l'Esa - si deve valutare urgentemente l'introduzione di modelli di vigilanza, valutazione di resilienza e stress test anche per i fondi pensionistici».

Ma è soprattutto sul ruolo assunto dal-

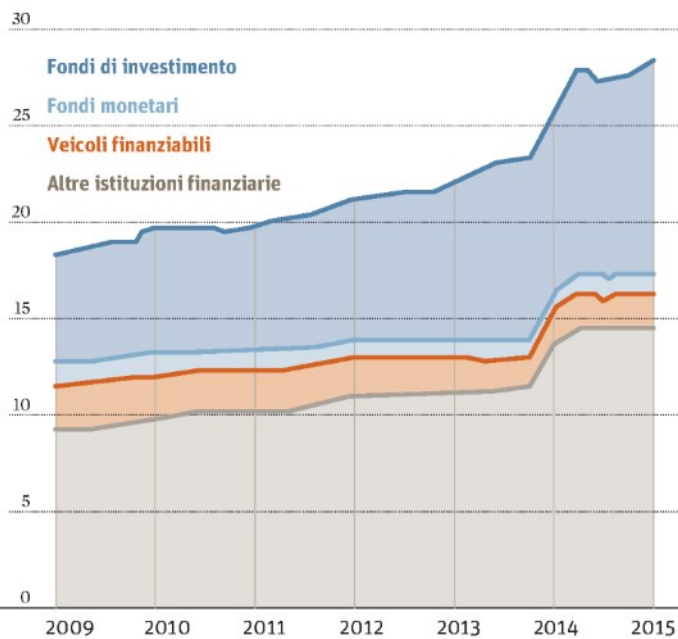
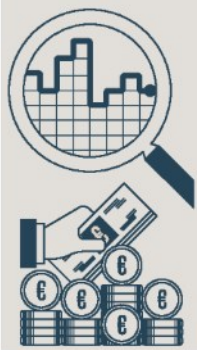
lo shadow banking, sulle crescenti interconnessioni nel sistema finanziario e in generale sulla crescita esponenziale per numero e peso degli intermediari non bancari - a cominciare dai cosiddetti Fin-techs, o financial technology providers - che le authority nutrono i maggiori timori. «L'interconnessione - è scritto nel rapporto - è generata dal cambiamento strutturale in corso nel settore finanziario, da fattori come l'esposizione inter-settoriale (sia in bilancio che fuori bilancio), l'uso di particolari infrastrutture di mercato, la diffusione di strumenti di debito bancario soggetti a bail-in, la condisione di esposizioni settoriali e la crescente integrazione sia verticale che orizzontale delle grandi istituzioni finanziarie». Per l'Esa, i padroni del credito e del risparmio stanno diventando sempre più i fondi di investimento, i fondi monetari, le società-veicolo delle banche di investimento e soprattutto gli hedge fund. In particolare, i fondi speculativi e quelli di investimento rappresentano ora i «grandi azionisti» dello shadow banking, sono quelli che crescono di più e che alimentano con le loro strategie un intreccio di interessi, di esposizioni incrociate e di vulnerabilità sistemiche senza precedenti nella storia dei mercati: «Alla fine del 2015 - scrive l'Esa nel suo rapporto - i fondi di investimento e i fondi alternativi possedevano asset emessi dai fondi monetari e dalle società-veicolo finanziarie per oltre 7.400 miliardi, 200 miliardi in più dell'anno precedente: ma sul lato del funding, la loro esposizione è rimasta concentrata nei confronti delle banche, delle assicurazioni e dei fondi pensione per oltre 1.100 miliardi di euro». E qui arriva la conclusione: «Stress test, nuove regole e maggiore vigilanza - scrive l'Esa - vanno estesi a tutti gli intermediari emergenti del credito e soprattutto ai grandi fondi del sistema bancario ombra».

Anche se l'eccesso di regole preoccupa i mercati e rischia di creare nuove vie di fuga per rischi e capitali, l'appello delle authority europee va preso sul serio, sia dalle istituzioni che dai piccoli investitori: il problema di rischio, rendimento e sicurezza generale non appare particolarmente rilevante in Italia, dove i controlli non hanno finora evidenziato specifiche tensioni, comportamenti fuori norma o rischi eccessivi per i clienti. Non a caso, il risparmio gestito in Italia cresce costantemente sia in termini di patrimonio che di crescita mensile dei clienti e degli asset, pur in un contesto in cui il risparmiatore italiano resta tra i pochi in Europa a preferire l'investimento fai-da-te piuttosto che affidarsi a un professionista. Ma i tempi stanno cambiando e se i nuovi controlli saranno di aiuto al recupero di fiducia, ben vengano: il risparmio non può cadere nella trappola della liquidità.

## Il sistema

DIMENSIONI  
DEL MERCATO  
FINANZIARIO  
ESCLUSE  
LE BANCHE

IV trimestre  
in migliaia  
di miliardi  
di euro



Fonte: Eba